

UNIVERSIDADE DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**MESTRADO EM
FINANÇAS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJECTO

**AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DOS CAPITAIS
PRÓPRIOS NUMA PERSPECTIVA DE PRIVATIZAÇÃO:
CASO EMPROFAC**

TATIANA DELGADO BARBOSA

Outubro 2016

UNIVERSIDADE DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**MESTRADO EM
FINANÇAS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJECTO

**AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DOS CAPITAIS
PRÓPRIOS NUMA PERSPECTIVA DE PRIVATIZAÇÃO:
CASO EMPROFAC**

TATIANA DELGADO BARBOSA

Orientação:
Professora Doutora Clara Raposo

Outubro 2016

RESUMO

AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DOS CAPITAIS PRÓPRIOS NUMA PERSPECTIVA DE PRIVATIZAÇÃO: CASO EMPROFAC

Por: Tatiana Delgado Barbosa

O processo de avaliação de empresas desempenha um papel importante como ferramenta de gestão do negócio e de análise na tomada de decisões, uma vez que os gestores precisam considerar as possíveis alternativas existentes para agregar valor, como realização de novos investimentos, compra e venda de participações, fusões e privatizações.

O processo de avaliação consiste na estimativa do justo valor de uma empresa que tem como base métodos económico-financeiros que levam em consideração determinadas premissas e hipóteses comportamentais, o contexto em que a avaliação está sendo realizada e os factores envolvidos, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultados futuros. Em geral, uma avaliação consistente deve revelar, de modo equilibrado, as potencialidades e perspectivas da empresa.

A teoria financeira de avaliação busca explicar como se chega a um intervalo de valores de uma empresa. Neste trabalho, são abordados os métodos de avaliação de empresas, nomeadamente, patrimonial, mercado e rendimento enfatizando as suas vantagens e desvantagens e posteriormente é feito um estudo de caso à EMPROFAC, empresa cabo-verdiana de capitais públicos, responsável pela comercialização e distribuição de medicamentos e produtos farmacêuticos a todas as ilhas do país, aplicando o método de rendimento, mais concretamente o Fluxo de Caixa Livre ou *Free Cash Flow*.

Desde os anos 90, Cabo Verde tem levado a cabo um programa de reestruturação do Sector Empresarial do Estado, através de privatizações de empresas públicas e mistas, e a EMPROFAC por ser uma das empresas que ainda não foi objecto de privatização, entendemos ser pertinente a sua avaliação, de modo a dar a nossa contribuição na estimativa de um valor base para eventuais negociações.

Palavras-Chave: Avaliação de Empresas, Privatizações, EMPROFAC, *Free Cash Flow*

ABSTRAT

EVALUATION OF THE MARKET VALUE OF OWN CAPITAL IN A PRIVATIZATION PERSPECTIVE: CASE OF EMPROFAC

By: Tatiana Delgado Barbosa

The business assessment process of enterprises fulfills an important role as a management tool and in the analysis of the decision-making, since managers need to consider possible alternatives to add value, such as realization of new investments, purchase and sale of shares, mergers and privatizations.

The evaluation process consists in estimating the fair value of an enterprise that is based on the economic-financial methods that take into account certain assumptions and behavioral hypotheses, the context in which the evaluation is being carried out and the factors involved, such as the market in which the enterprise acts and the expectations of future results. In general, a solid evaluation should reveal, in a balanced way, the potentialities and perspectives of the enterprise.

The financial evaluation theory seeks to explain how to get an interval of values on the enterprise. In this study, the methods of evaluation of enterprises, are discussed, namely, the patrimonial, market and profit methods, emphasizing their pros and disadvantages, and subsequently a case study application is performed - to EMPROFAC, a Cape Verdean State-owned enterprise, responsible for the marketing and distribution of medicines and pharmaceutical products to all the islands of the country, applying the method of profit, more specifically the Free Cash Flow.

Since the 1990s, Cape Verde has been carrying out a state program of restructuring of the Business Sector through privatization of public and mixed enterprises. Being EMPROFAC one of the enterprises that has not yet been object of privatization, we believe that its evaluation is relevant in order to give our contribution in the determination of a base value for eventual negotiations.

Keywords: Evaluation of Companies, Privatization, EMPROFAC, Free Cash Flow

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
2. O SECTOR FARMACÊUTICO EM CABO VERDE E O PAPEL DA EMPRESA EMPROFAC	3
2.1. Caracterização do Sector Farmacêutico de Cabo Verde	3
2.2. Caracterização da EMPROFAC – Empresa Nacional de Produtos Farmacêuticos.....	5
3. REVISÃO DA LITERATURA	8
3.1. Contexto dos Métodos de Avaliação de Empresas	8
3.2. Método Patrimonial	9
3.2.1. Modelo do Valor Contabilístico.....	10
3.2.2. Modelo do Valor Contabilístico Ajustado.....	11
3.2.3. Modelo do Valor de Liquidação.....	12
3.2.4. Modelo do Valor Substancial.....	12
3.3. Método do Mercado ou Avaliação Relativa.....	13
3.4. Método do Rendimento	15
3.4.1. Modelo de Fluxos de Caixa Actualizado ou <i>Discounted Free Cash Flow</i>	16
3.4.1.1. Fluxo de Caixa Livre ou <i>Free Cash Flow</i>	18
3.4.1.2. Fluxo de Caixa de Capital Próprio ou <i>Equity Cash Flow</i>	21
4. ESTUDO DE CASO - EMPROFAC	22
4.1. Objectivos da Investigação.....	22
4.2. Metodologia da Investigação	23
4.3. Avaliação pelo Método do Rendimento – <i>Free Cash Flow</i>	24
4.3.1. Análise dos Resultados Operacionais Históricos.....	24
4.3.2. Taxa de Actualização.....	25
4.3.3. Projecção dos Resultados Operacionais.....	27
4.3.4. Investimento em Fundo de Maneio	28
4.3.5. Investimento em Capital Fixo	30
4.3.6. Cálculo do <i>Free Cash Flow</i> – FCL.....	30
4.3.7. Análise de Sensibilidade	33
5. CONCLUSÃO	35
BIBLIOGRAFIA	37

Apêndices

Apêndice A – Cálculo dos Capitais Próprios da INPHARMA a 31 de Dezembro de 2015.....	38
---	----

Anexos

Anexo A – Taxas de Rentabilidade das Obrigações do Tesouro.....	40
Anexo B–Beta e Gearing do Sector Farmacêutico Tabela Damodaran..	41
Anexo C – Prémio de Risco Tabela Damodaran.....	42
Anexo D – Taxa de Crescimento do PIB.....	43
Anexo E – Balanço Histórico e Previsional da EMPROFAC.....	44
Anexo F – Demonstração de Resultados Histórica e Previsional da EMPROFAC	45
Anexo G – Projecção do Investimento em Fundo de Maneio da EMPROFAC	46
Anexo H – Balanço Histórico e Previsional da INPHARMA.....	47
Anexo I – Demonstração de Resultados Histórica e Previsional da INPHARMA.....	48

Índice de Figuras

Figura 1 – Evolução História da EMPROFAC.....	6
Figura 2 – Organigrama da EMPROFAC.....	7
Figura 3 – Múltiplos de Mercado.....	14

Índice de Tabelas

Tabela I - Cálculo do Free Cash Flow.....	20
Tabela II – Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).....	25
Tabela III – Projecção dos Resultados Operacionais.....	27
Tabela IV – Cálculo do Free Cash Flow da EMPROFAC.....	31
Tabela V – Valor do Negócio da EMPROFAC com base no Método “Free Cash Flow”	32
Tabela VI – Dívida Líquida da EMPROFAC.....	32
Tabela VII – Valor dos Capitais Próprios da EMPROFAC.....	33
Tabela VIII – Cenários para Análise de Sensibilidade.....	34

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Estrutura de Custos da EMPROFAC 2015.....	24
Gráfico 2 – Projecção do EBITA e do EBIT.....	28
Gráfico 3 – Necessidades em Fundo de Maneio.....	29
Gráfico 4 – Evolução do Investimento em Fundo de Maneio.....	29
Gráfico 5 – Evolução do Investimento em Capital Fixo.....	30
Gráfico 6 – Fluxo de Caixas Livres não descontados Acumulados 2016-2020.....	31
Gráfico 7 – Valor dos Capitais Próprios da EMPROFAC.....	33
Gráfico 8 – Análise de Sensibilidade.....	34

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas registaram-se grandes transformações económicas no mundo. Os processos de reformas estruturais, nomeadamente, as privatizações, fusões de empresas e internacionalização das economias mundiais, alteraram significativamente o comportamento estratégico das empresas e, conseqüentemente, a sua valorização no mercado.

A temática da definição do valor de mercado de uma empresa ganhou novo impulso, tanto académico quanto profissional, em virtude, principalmente, do processo crescente de privatização e de reorganização das organizações. Discutir e mensurar o valor de uma empresa passou a ser variável fundamental no comportamento estratégico das empresas que se encontra inserido em um mercado cada vez mais competitivo.

Nesse sentido, a avaliação de empresas envolve não somente variáveis objectivas como preço das acções e o seu valor de património, mas também variáveis subjectivas como credibilidade no mercado, valor da marca da empresa ou de seus produtos etc.

De acordo com a teoria de finanças, ao avaliar-se uma empresa, deve-se procurar alcançar o valor justo de mercado, isto é, aquele que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas de uma determinada organização. Tal avaliação, apesar de basear-se em métodos e modelos quantitativos, não segue as premissas de uma ciência exacta, pelo que, não conduz à comprovação absoluta e irrefutável dos resultados, mas sim a uma estimativa do valor que é definido no final do processo de negociação entre comprador e vendedor.

Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser empregados em conjunto ou separadamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exacto. No entanto, há métodos de avaliação mais consistentes que podem revelar tecnicamente mais adequados dado o carácter da avaliação e a qualidade das informações disponíveis.

O presente trabalho tem por objectivo analisar as metodologias de avaliação de empresas que podem ser utilizadas para determinar o valor de mercado de qualquer empresa, enfatizando as suas vantagens e desvantagens e por fim aplicar um estudo de caso para avaliar a EMPROFAC, uma empresa cabo-verdiana de capitais públicos responsável pela comercialização e distribuição de medicamentos e produtos farmacêuticos em todas as ilhas do arquipélago, determinando um intervalo de valores através do modelo Fluxo de Caixa Livre ou *Free Cash Flow*.

À semelhança das economias mundiais, Cabo Verde tem sofrido reformas estruturais com a implementação desde os anos 90 do Programa de Reestruturação do Sector Empresarial do Estado com privatização de empresas públicas e mistas, assim como melhoria da eficiência das que venham a permanecer no sector público. Isso, após o Governo da I República de Cabo Verde (da independência em 1975 à década de 90) ter apostado fortemente na intervenção do Estado na economia, tendo em conta a inexistência na altura de um empresariado nacional com capacidade de assumir-se como força motora do progresso económico de Cabo Verde.

A nossa escolha em avaliar a EMPROFAC, tem a ver sobretudo, por ser uma das empresas que ainda não foi objecto de privatização, pelo que, quisemos dar a nossa contribuição que poderá servir de base para eventuais negociações.

O trabalho está organizado em cinco capítulos, sendo o primeiro composto por uma introdução.

No segundo capítulo é feita uma abordagem do Sector Farmacêutico em Cabo Verde e o papel da EMPROFAC, empresa que será objecto do estudo de caso.

Quanto ao terceiro capítulo, é efectuada uma revisão da literatura, onde são apresentadas três métodos de avaliação de empresas: método patrimonial, método do mercado e o método de rendimento, com enfoque no modelo de Fluxo de Caixa Actualizado ou *Discounted Free Cash Flow*.

O quarto capítulo é dedicado ao estudo de caso através da avaliação da EMPROFAC pelo método *Free Cash Flow*, assim como, uma análise de sensibilidade das variáveis mais críticas.

E por último, no quinto capítulo é feita uma conclusão e considerações finais do presente trabalho.

2. O SECTOR FARMACÊUTICO EM CABO VERDE E O PAPEL DA EMPRESA EMPROFAC

2.1. Caracterização do Sector Farmacêutico de Cabo Verde

O sector farmacêutico, como uma componente do sector da saúde, reflecte as suas deficiências, especialmente, a falta de equilíbrio na acessibilidade dos medicamentos, com conseqüente impacto na qualidade dos cuidados prestados.

A estrutura do mercado farmacêutico mundial pode ser definida como oligopólio, dada a presença de multinacionais de grande porte que influenciam o comportamento do sector, em que cerca de 25 empresas controlam 50% do mercado mundial.

Nos últimos anos e agravado pela crise económica actual, o sector farmacêutico sofreu profundas alterações, assistindo-se por isso a uma transferência de *stock* das farmácias para os distribuidores, passando estes também a desempenhar a função de armazenistas. Portanto, as ferramentas Logísticas e os Sistemas de Informação desempenham um papel fulcral para responderem eficazmente às exigências do mercado.

O sector farmacêutico de Cabo verde tem vindo a sofrer várias transformações estruturais desde a Independência em 1975, passando pela criação da Direcção Geral de Farmácia e do Medicamento (DGFM), do Laboratório de Controlo de Qualidade, e da EMPROFAC, pela implementação de uma Lista Nacional de Medicamentos, pela regulamentação e revisão dos diplomas que regulam os medicamentos e o licenciamento de Farmácias, pela aprovação da

Política Farmacêutica Nacional em 2003, que privilegia uma maior acessibilidade a medicamentos genéricos, seguros e de boa qualidade e a utilização racional por toda a população, pela criação da Agência de Regulação e Supervisão dos Produtos Farmacêuticos e Alimentares (ARFA) e por várias outras transformações em curso no contexto da Reforma do Estado e da Administração Pública.

Nesse sentido, os problemas estruturais do sector, aliados a outros que podem surgir com as transformações verificadas no contexto económico, sociopolítico e demográfico a nível mundial e nacional, a liberalização da comercialização dos medicamentos, e as políticas de ajustamento estruturais, têm vindo a ter um grande impacto na situação farmacêutica do país, pondo em risco uma das grandes metas da Política Nacional de Saúde, “alcançar a equidade na saúde”.

Por isso, para complementar as actividades da coordenação e controlo do sector farmacêutico que vinham sendo desenvolvidas pela Direcção Geral de Farmácia e do Medicamento (DGFM), departamento do Ministério da Saúde, foi criada a Agência de Regulação e Supervisão dos Produtos Farmacêuticos e Alimentares (ARFA), a autoridade nacional da qualidade de medicamentos e alimentos, para uso humano e veterinário, agindo, em concertação com as entidades competentes, nos domínios da gestão de mecanismos de fixação e controle de preços de medicamentos e alimentos, da supervisão do stock nacional de medicamentos com base na Lista Nacional de Medicamentos, e do controle da qualidade da produção local e dos produtos importados, bem como da autorização de introdução no mercado dos medicamentos e da farmacovigilância.

Os principais agentes no mercado farmacêutico cabo-verdiano são:

- EMPROFAC – único importador de medicamentos, detido a 100% pelo Estado, efectua a armazenagem de medicamentos (em 2 armazéns, na Praia e S. Vicente) e distribui aos Hospitais Centrais e Regionais, e aos depósitos da Direcção Geral de Farmácia e do Medicamento (DGFM), bem como as Clinicas Privadas.

- Produtores/Distribuidores internacionais – garantem o abastecimento de medicamentos a Cabo Verde, sendo, actualmente, maioritariamente entidades actuando na União Europeia, com especial destaque para Portugal. Outro exportador em franco crescimento é o Brasil.
- INPHARMA – única unidade industrial local dedicada à produção de medicamentos, detida a 40% pela EMPROFAC e 60% por investidores privados;
- Farmácias e Posto de Venda de Medicamentos – num total de 40 farmácias e 1 Posto de venda, distribuídos pelos concelhos de Cabo Verde.
- Depósito Central (Praia) e Regional (S. Vicente), armazéns intermédios do Estado, geridos pela Direcção Geral de Farmácia e do Medicamento que distribuem os medicamentos aos Hospitais Regionais, Centros de Saúde e Postos Médicos.
- Prestadores de cuidados de saúde, na sua maioria públicos: Hospitais Centrais, Hospitais Regionais, Centros de Saúde, Postos Médicos, Clínicas e Consultórios privados.
- Relativamente ao financiamento dos medicamentos, estes são suportados pelo Instituto Nacional de Previdência Social (INPS), pelo Ministério da Saúde e pelos consumidores.

2.2. Caracterização da EMPROFAC – Empresa Nacional de Produtos Farmacêuticos

Em Junho de 1979, nasceu a EMPROFAC, Empresa Nacional de Produtos Farmacêuticos com um capital social de 127 mil euros¹, com o propósito de munir o país de uma instituição capaz de produzir e abastecer o mercado com produtos medicamentosos e hospitalares, garantir a centralização de importações e a sua distribuição e assegurar a qualidade dos medicamentos importados e acessibilidade equitativa em todo o território nacional.

A partir de 1991, com o advento do programa de privatizações, a EMPROFAC passou por várias etapas de privatização parcial.

¹ 1 euro equivale a 110\$265 escudos cabo-verdianos

Em 1993, a sua actividade produtora foi transferida para os Laboratórios INPHARMA, empresa lusa-caboverdiana em cujo capital social a EMPROFAC participa com 40%.

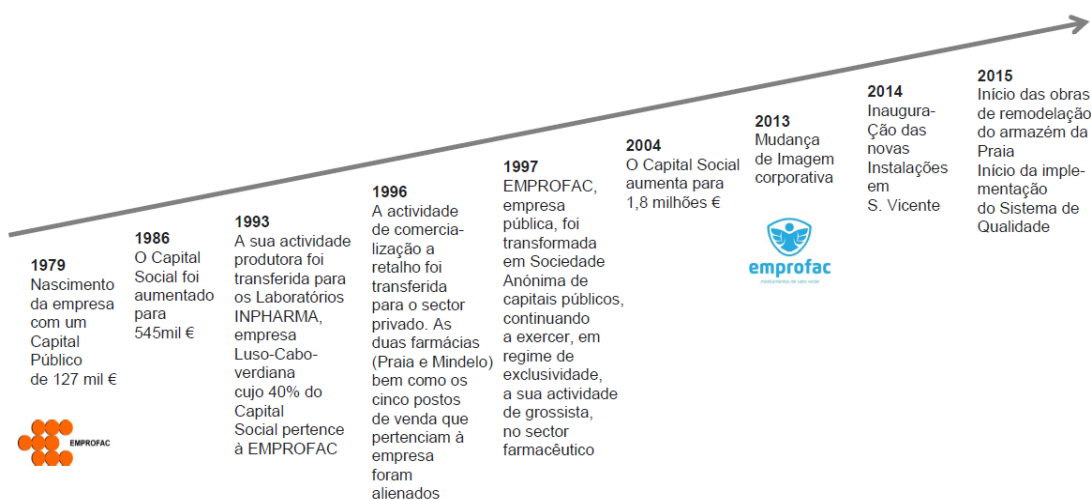
Em 1996, a sua actividade de comercialização a retalho foi transferida para o sector privado. As duas farmácias, uma na Praia e outra no Mindelo, bem como os cinco postos de venda que pertenciam à empresa, foram alienados.

Em 1997, a EMPROFAC, empresa pública, foi transformada em Sociedade Anónima de Capitais Públicos, continuando a exercer, em regime de exclusividade, a sua actividade grossista, no sector farmacêutico, garantindo a distribuição dos medicamentos e produtos farmacêuticos às farmácias, hospitais, DGFM e clínicas privadas.

Actualmente, o capital social é de 1,8 milhões de euros, pertencente ao Estado de Cabo Verde.

Estes dados revelam o crescimento sustentado da empresa, que é uma das referências no mercado, no que concerne ao sector empresarial cabo-verdiano.

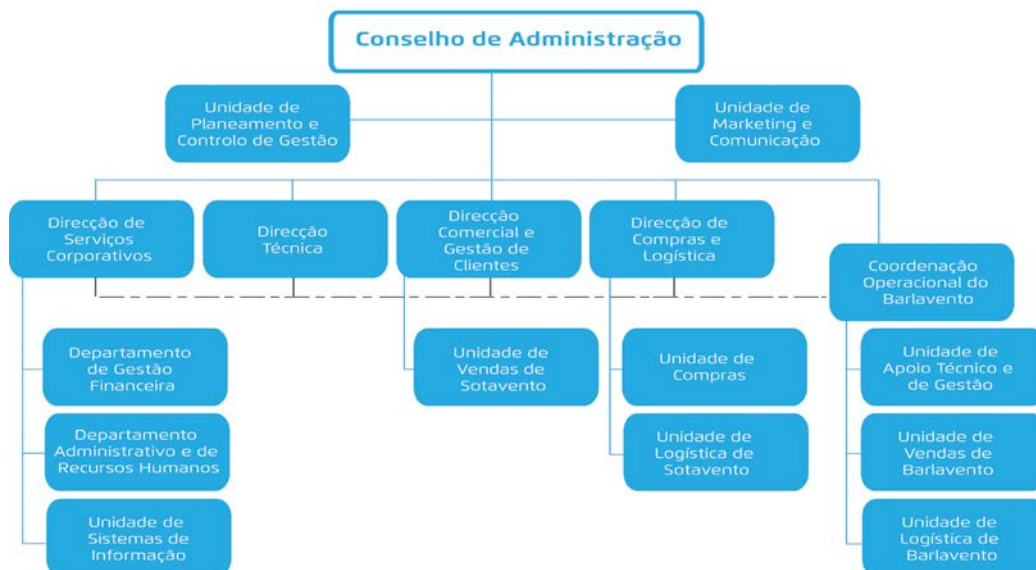
Figura 1 - Evolução Histórica da EMPROFAC



Fonte: Relatório&Contas 2015

O modelo organizacional em vigor na EMPROFAC, aprovado em Maio de 2012, visa ter uma estrutura ágil e capacitada para responder prontamente aos desafios propostos.

Figura 2 – Organigrama da EMPROFAC



Fonte: Relatório&Contas 2015

Esta lógica de organização implica a centralização nas Direcções, a definição de estratégias, políticas, instruções de trabalho, planeamento de trabalhos e monitorização dos resultados e da actividade, cabendo à Coordenação do Barlavento a execução das orientações das restantes Unidades Orgânicas na região do Barlavento.

De acordo com a administração, nos últimos quatro anos, a empresa tem apostado num modelo de gestão orientado para a satisfação dos clientes e para resultados, tendo implementado diversas acções estratégicas, nomeadamente, novo Modelo Organizacional; nova Imagem Corporativa; Upgrade do sistema informático e melhoria da planificação das compras com impacto na gestão de stock; Manual de Procedimentos e do Sistema de Monitorização Integrado, baseado no modelo Balanced Scorecard; novo Instrumento de Gestão de Pessoal e Novo Sistema de Avaliação de Desempenho de modo a alavancar a promoção do desenvolvimento das competências dos colaboradores; investimentos nos espaços físicos (armazéns e escritórios), tanto na Praia como em São Vicente.

Para os próximos tempos, prevê-se a implementação de um sistema de gestão de qualidade, perspectivando a certificação da empresa na norma ISO 9001:2015.

Acredita-se que com a conclusão desses desafios, os alicerces e os pilares estarão criados para que a EMPROFAC possa desenvolver um trabalho de maior excelência e melhoria contínua na qualidade do serviço prestado em prol da saúde da população cabo-verdiana e estar preparada para uma eventual privatização e abertura de mercado.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. Contexto dos Métodos de Avaliação de Empresas

A necessidade da aplicação da avaliação empresarial ou *valuation* ocorre em inúmeras situações, desde fusões e aquisições, até privatizações, sendo que todos convergem no objectivo comum de definir um valor justo para a negociação. Segundo Neves (2002), *“A avaliação de empresas e negócios consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimentos com o intuito de exercer uma actividade económica.”*

De acordo com as características da empresa avaliada e confiabilidade das informações disponíveis, existe um leque variado de métodos para avaliar empresas, que oscilam com o propósito da avaliação. Nesse processo, são consideradas variáveis objectivas e subjectivas que podem contribuir para o sucesso ou fracasso do negócio em avaliação, e conseqüentemente, do seu valor.

Segundo, Damodaran (1997) não existe um modelo considerado melhor, e o modelo adequado para uso num cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada. E conclui: *“A infeliz verdade é que o inverso é freqüentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo.”*

De salientar que os métodos de avaliação não são substitutos uns dos outros, mas, complementares entre si, visto que cada um responde a determinados objetivos e análises, devendo o analista, sempre que possível, utilizá-los em conjunto e não isoladamente, como demonstra Martins (2001), ao afirmar que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo, o património, através das mesmas transformações, dos resultados, sendo a integração dos métodos absolutamente viável em teoria e na prática.

Neste capítulo iremos abordar as bases teóricas dos modelos de avaliação de empresas através dos métodos patrimonial, mercado e rendimento, sendo que este último sustentará o estudo de caso.

3.2. Método Patrimonial

O método patrimonial de avaliação de empresas é o método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, no seu valor contabilístico, apurando que o valor da empresa é o valor de seu próprio património líquido.

De acordo com Neves (2002), os modelos baseados no método patrimonial buscam calcular o custo de investimento realizado pela empresa ou em alternativa o valor de mercado ou o custo de reposição cumulativo de cada um dos elementos do ativo deduzido do seu passivo. Muller e Teló (2003) mencionam que este método determina o valor da empresa pela estimativa do valor dos seus activos, evidenciado, essencialmente no balanço.

Constituem pontos fortes deste método de avaliação a facilidade de obtenção dos valores e a compreensão associadas a sua aceitação no mercado. Almeida et al. (2012) destacam que a informação contabilística é um elemento fundamental na redução da assimetria informacional. Por outro lado, a sua limitação reside no facto do valor da empresa ser calculado de um ponto de vista estático, tendo em conta que não contempla a possível evolução da empresa no futuro, com o conceito de valor temporal do dinheiro.

Segundo Silva (1987), apesar dessas dificuldades, a situação financeira de uma empresa e em consequência, o seu valor patrimonial, é uma informação

bastante útil, como ponto de partida para uma análise económica e financeira da empresa, pelo simples facto de indicarem os activos da empresa e a forma como são financiados.

Modelos como Valor Contabilístico, Valor Contabilístico Ajustado, Valor de Liquidação e Valor Substancial fazem parte da avaliação de empresa pelo método patrimonial, mas devem ser utilizados com algumas reservas, visto que a análise é feita de forma estática e, por isso, não contempla a evolução da empresa no futuro ou qualquer outra variável com afectação no valor da empresa.

3.2.1. Modelo do Valor Contabilístico

No modelo do Valor Contabilístico, o valor da empresa é obtido a partir dos registos contabilísticos e corresponde ao património líquido da empresa que pode ser extraído do balanço, com contas como as de capital social, reservas, lucros ou prejuízos acumulados. Isto é, obtemos o valor da empresa a partir do balanço, pela diferença entre o activo e o passivo, resultando o capital próprio.

Segundo Fernández (2001), factores como evolução da empresa, o valor do dinheiro no tempo, posicionamento no mercado de actuação, os recursos humanos e intangíveis, assim como problemas organizacionais e/ou contratuais, entre outros, não são considerados neste modelo de avaliação.

Não obstante ser um modelo de fácil utilização, existem vários factores que condicionam a sua aplicação, dentro os quais: i) atribuição dos valores correntes, visto que as demonstrações financeiras, normalmente, são ancoradas em custos históricos; ii) diferentes formas de contabilização de diversas contas patrimoniais e de resultados (métodos de depreciação dos activos permanentes, sistemas de amortização, existência de correcção monetária ou não ao índice aplicado, mudanças na legislação etc.); iii) informações pertinentes para cálculo do valor da empresa, como derivados, garantias oferecidas, marcas, goodwill entre outras, não se afiguram mas demonstrações financeiras tradicionais.

Segundo Martins (2001), *“O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um Goodwill significativo.”*

Ao investir-se numa empresa há que levar em linha de conta não só o que ela é hoje, mas também a sua potencialidade de desenvolvimento no futuro, visto que o que se pretende saber é o que se vai ganhar amanhã. Autores como Neves (2002) defendem que “de acordo com a teoria financeira, não tem sentido basear o valor da empresa em modelos estáticos, pois uma empresa vale pela sua potencialidade de criar riqueza no futuro”.

Para colmatar alguma das limitações, é apresentado de seguida o método do valor contabilístico ajustado, o qual fornece, em princípio, o valor contabilístico mais próximo do valor de mercado.

3.2.2. Modelo do Valor Contabilístico Ajustado

O modelo do Valor Contabilístico Ajustado procura corrigir algumas deficiências ao modelo do Valor Contabilístico, efectuando ajustes nos activos e passivos da empresa registados na contabilidade, ao valor de mercado, sendo os principais itens a serem objecto de ajustamentos, os títulos mobiliários, inventários, imóveis, terrenos, máquinas e equipamentos e exigibilidades.

Segundo Martins (2001), o modelo consiste na valorização do conjunto de bens, direitos e obrigações, em que os valores apresentados no balanço são corrigidos e ajustados para o valor de mercado. Significa que, depois de se adicionar, retirar ou diminuir valores ao activo e passivo contabilístico da empresa obtemos o valor contabilístico ajustado.

Estes dois modelos pressupõem que o custo de aquisição dos activos de uma empresa é a base para a determinação do valor dos negócios. Embora, conceptualmente, seja uma das abordagens mais simples e fáceis para se avaliar empresas, em poucas situações pode ser adequada e utilizada, pois na

maior parte das vezes, o comprador de uma empresa ou de um negócio está interessado nos resultados futuros gerados pela sua aquisição e não nos valores investidos por seus accionistas nem nos valores de mercado dos activos ou no valor de liquidação destes.

3.2.3. Modelo do Valor de Liquidação

O modelo de Valor de Liquidação representa o valor da empresa, no caso da sua liquidação com o encerramento das suas actividades através da venda dos seus activos e o pagamento das suas obrigações.

Trata-se de um conceito de valorização para empresas em situação desfavorável, técnica ou financeiramente, mas que possui activos tangíveis e intangíveis a serem considerados. Nesse sentido, este modelo é indicado somente em situações de encerramento de empresas e não em situações de continuidade das suas actividades. O valor de liquidação representa o valor mínimo de uma empresa, pressupondo que teria um valor maior se continuasse as suas actividades.

3.2.4. Modelo do Valor Substancial

O modelo do valor substancial corresponde ao valor do total de capital que seria necessário para constituir uma empresa nova, idêntica à existente, excluindo, entretanto, valores de activos intangíveis, como marcas estabelecidas, carteiras de clientes etc., de acordo com Falcini (1995).

Para estimar o valor substancial da empresa em funcionamento utiliza-se, normalmente, o critério do custo de reposição ou o do justo valor de mercado e pode ser encarado por duas óticas: da entidade e dos capitais próprios. A ótica da entidade refere-se ao valor substancial bruto, que corresponde à avaliação individual dos elementos do activo ao justo valor e a ótica dos capitais próprios refere-se ao valor substancial líquido, resultante do valor substancial bruto deduzido de todo o passivo, correspondendo ao capital próprio.

3.3. Método do Mercado ou Avaliação Relativa

A avaliação de empresas efectuada pelo método do mercado ou avaliação relativa baseia-se no princípio da teoria económica que activos semelhantes deveriam ter preços semelhantes. Ou seja, avaliar uma empresa significa comparar com uma outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, que tenha sido negociada entre um comprador e um vendedor, tendo em conta que uma empresa é a soma de diversos ativos tangíveis e intangíveis.

Por meio da abordagem de mercado ou avaliação de múltiplos, o valor de uma empresa é determinado pela comparação dos indicadores da empresa avaliada e o preço estabelecido pelo mercado de empresas similares ou a uma avaliação anterior da própria empresa. No entanto, segundo Damodaran (2002), a comparação de indicadores da empresa avaliada com a situação anterior da mesma empresa, somente poderá ser utilizada quando se está diante de uma empresa madura, com uma longa história.

De acordo com Brandão (2001), a avaliação comparativa com o mercado baseia-se na multiplicação de uma grandeza ligada à exploração ou à situação patrimonial da empresa por um coeficiente correspondente a um rácio de outras empresas cotadas, com características análogas, e que compara o valor de mercado das empresas com a mesma grandeza de exploração ou de património.


Nesse sentido, o valor da empresa é determinada pela seguinte equação:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Variáveis da Empresa} \times \text{Multiplicadores de Mercado}$$

sendo os multiplicadores abaixo os mais utilizados e que relacionam com as seguintes variáveis:

Figura 3 – Múltiplos de Mercado

Variáveis da Empresa	Multiplicadores de Mercado
Resultados	Price Earnings ratio (PER)
Capital Próprio por ação	Price Book Value (PBV)
Vendas por ação	Price Sales Ratio (PSR)
Dividendos por ação	Price Cash Dividens (PCD)
Cash Flow por ação	Price Cash Flows (PCF)
EBITDA	Enterprise Value to EBITDA
Vendas	Enterprise Value to Sales
Free Cash Flow	Enterprise Value to Unlevered Free Cash Flow



Fonte: Brandão (2001)

Constatamos através da figura 3, dois grupos de múltiplos de mercado, os baseados no preço das ações e os baseados no enterprise value ou valor da empresa. Este último leva em conta, além do valor de mercado da empresa, o valor da dívida que a empresa possui, permitindo uma comparação mais fiel e precisa entre duas empresas com estruturas de capital diferentes.

A simplicidade, a rapidez e a necessidade de poucas informações são algumas das vantagens na utilização deste método, visto que, são precisos apenas dois dados para se avaliar uma empresa, um indicando o valor de uma empresa ou o de uma amostra de empresas semelhantes e o outro um valor de referência de uma variável, seja, a nível de exploração ou a nível patrimonial. Entretanto, quanto às desvantagens, este método é o que apresenta maior número de erros quando mal aplicado, visto que, as empresas usadas na avaliação podem até ser semelhantes, até certo ponto, à empresa avaliada, no entanto, nunca serão idênticas. Outra desvantagem, advém do facto de muitas vezes ser difícil a obtenção de informações fiáveis de algumas empresas e, além disso, um setor inteiro poderá estar sobre ou subavaliado.

Segundo Damodaran (1997), as empresas comparáveis carecem de apresentar características de risco, crescimento e fluxo de caixa semelhantes. Isso porque o risco precisa ser semelhante para ser relevante a análise através

dos múltiplos, além disso, deve-se utilizar apenas os múltiplos de transações de empresas de países que apresentam riscos semelhantes.

Para comparar empresas similares no mercado, é necessário padronizar os valores, nomeadamente, em relação aos lucros gerados, ao valor contabilístico ou ao valor de reposição dos ativos empregados, à receita gerada ou às médias específicas para empresas do mesmo sector.

Tendo em conta a grande dificuldade em se obter informações sobre a situação financeira de outras empresas e sobre os valores das transações, o método de mercado, na maioria das vezes, é utilizada como uma metodologia complementar aos outros métodos.

3.4. Método do Rendimento

O método do rendimento baseia-se no princípio que o valor da empresa é função dos rendimentos futuros que esta proporcionará aos seus detentores, sendo esses rendimentos actualizados para o momento em que se está a efectuar a avaliação.

Os rendimentos actualizados podem ser grandezas escolhidas como representativas do fluxo de rendimento periódico, tais como:

- ✓ Resultados Líquidos originando o Modelo dos Resultados Líquidos em que o valor da empresa é o cálculo do valor dos resultados líquidos futuros estimados, com o pressuposto de que a totalidade desses resultados será distribuída;
- ✓ Dividendos gerando o Modelo dos Dividendos que tem como princípio base o ganho de dois tipos de retorno para o accionista, a distribuição de dividendos durante o período como detentora do capital e o preço das suas acções/quotas no fim desse período;
- ✓ Fluxos de Caixa ou *Cash Flow* dando origem ao Modelo de Fluxos de Caixa Actualizados ou *Discounted Free Cash Flow* baseia-se na premissa de que o valor da empresa é o valor actual dos rendimentos

que a sua actividade liberte no futuro, actualizados à taxa de custo de capital.

Tendo em conta que o estudo de caso irá assentar essencialmente no cálculo do valor da empresa com base na grandeza fluxos de caixa, iremos aprofundar somente o Modelo de Fluxos de Caixa Actualizados ou *Discounted Free Cash*.

3.4.1. Modelo de Fluxos de Caixa Actualizado ou *Discounted Free Cash Flow*

Este modelo de avaliação é considerado como o mais rigoroso no universo das várias abordagens da teoria das finanças, pois demonstra a efectiva capacidade de criação de riqueza de uma empresa e vem sendo amplamente adoptado pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas, principalmente, em processo de fusões e aquisições.

A avaliação realizada pela abordagem do Fluxo de Caixa Atualizado ou Descontado baseia-se na teoria de que o valor de uma empresa depende dos benefícios futuros que ela irá gerar, descontados para o valor presente, através do uso de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflecta os riscos inerentes aos fluxos estimados. O cálculo do valor da empresa é feito no pressuposto que os fluxos são infinitos, tendo em conta que se considera que as empresas não têm um prazo de vida determinado, dado o princípio de continuidade.

Segundo Damodaran (1997), o valor de um activo é o somatório dos valores presentes dos fluxos futuros, durante o seu período de vida útil, descontados por uma taxa que representa a taxa de retorno requerida.

A necessidade de se actualizar os fluxos de caixa futuros advém do facto, segundo a teoria financeira, de que um euro hoje vale mais do que um euro amanhã. Contudo, a previsão futura acarreta um determinado grau de incerteza ou risco, pelo que é imposta uma compensação apropriada que é realizada pelo custo de capital. Nesse sentido, cada fluxo de caixa deverá ser

actualizado ao custo de capital de maneira a fazer referência ao momento presente da avaliação.

São variáveis chaves com algum grau de dificuldade na sua previsão: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projecção deste fluxo, o valor residual da empresa ou valor de perpetuidade e a taxa de desconto destes fluxos de caixa.

De acordo com Fernández (2007) existem fluxos de caixa de três naturezas fundamentais e que devem ser actualizados com a taxa apropriada: os fluxos de caixa livre (FCF – *free cash flow*), que devem ser actualizados ao custo médio ponderado do capital (WACC – *weighted average cost of capital*), os fluxos de caixa do capital próprio (ECF – *equity cash flow*) que devem ser actualizados ao custo do capital próprio (k_e) e os fluxos de caixa da dívida (CFd – *debt cash flow*) que devem ser actualizados ao custo da dívida (k_d).

Segundo o mesmo autor, o *free cash flow* permite determinar directamente o valor da empresa, como a adição do valor das acções e do valor da dívida remunerada, ou seja, os fluxos de caixa livre são iguais à soma dos fluxos de caixa do capital próprio e dos fluxos de caixa da dívida. Da mesma forma, os *equity cash flow* actualizados permitem estimar o valor do capital próprio da empresa e os *debt cash flow* actualizados permitem estimar o valor de mercado da dívida da empresa.

Segundo Ruback (1994), os modelos baseados em fluxos de caixa descontados, utilizam a expressão genérica para cálculo do valor da empresa:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_1}{(1+K)^2} + \frac{CF_1}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n+V_n}{(1+K)^n} \quad (1)$$

onde:

V = Valor da empresa;

CF_n = Fluxo de caixa gerados pela empresa no período n ;

V_n = Valor residual da empresa no ano n ;

K = Taxa de desconto exigida para o desconto dos fluxos de caixa;

n = ano final dos fluxos de caixa previstos, antes do início da “perpetuidade”

Tendo em conta que, a duração dos fluxos pode ser indefinida, os fluxos em perpetuidade podem ser calculados de modo simplificado, partindo do princípio que existe uma taxa de crescimento constante (g) a ter efeito após o período n .

Nesse caso, soma-se aos fluxos estimados o valor residual da empresa (V_n) que compreende os fluxos de caixa a gerar após o período n , conforme a seguinte expressão:

$$V_n = \frac{CF_{n+1}}{K-g} = \frac{CF_n}{K-g} X (1 + g) \quad (2)$$

Apesar dos fluxos poderem ter uma duração indefinida, o valor da empresa pode depreciar a partir de um determinado momento, visto que o valor actual é menor quanto mais longínquo é o horizonte temporal, além disso, a vantagem competitiva de muitos negócios tende a desaparecer ao fim de alguns anos.

Damodaran (1997) também defende o uso do valor residual, principalmente para as empresas cotadas em bolsa, pois estas teoricamente não têm vida útil finita. Considera ainda que a taxa de crescimento constante a utilizar não pode ser superior à taxa de crescimento global da economia pois nenhuma empresa consegue obter, de forma continuada, um registo acima da economia na qual opera.

De acordo com os autores Koller, Goedhart e Wessels (2005), o capital próprio deve ser avaliado de forma indirecta através dos fluxos de caixa livre actualizados porque através do método dos fluxos de caixa do capital próprio é difícil de aplicar correctamente às projecções dos fluxos de caixa e adequabilidade do custo do capital próprio face a alterações na estrutura de endividamento.

Para o caso em apreço será abordada o Fluxo de Caixa Livre e o Fluxo de Caixa de Capital Próprio.

3.4.1.1. Fluxo de Caixa Livre ou *Free Cash Flow*

Segundo Neves (2002), o fluxo de caixa livre demonstra os meios financeiros líquidos gerados pelas actividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os accionistas. Ou seja, representa o saldo operacional da empresa, que é nada mais do que todos os

movimentos de entrada e saída de dinheiro referentes à actividade da empresa.

A capacidade da empresa produzir mais fluxos de caixa nas suas actividades operacionais do que indispensável para o seu negócio, origina a criação do fluxo de caixa livre. Esse remanescente pode ser distribuído sob a forma de dividendos ou recompra de ações próprias aos accionistas ou aplicado para gerar mais fluxo de caixa livre no futuro.

Segundo Fernández (2001), o fluxo de caixa livre, é o fluxo de caixa gerado pelas operações, sem ter em consideração o endividamento depois de imposto. Ou seja, depois da empresa ter garantido as necessidades de reinvestimentos em activos fixos e de fundos, é o dinheiro que fica disponível, no pressuposto de que não existe dívida e, conseqüentemente, custos financeiros. A lógica por detrás desta definição é que a empresa segue a sua actividade em cada período, tendo em conta apenas os investimentos necessários à sua continuidade.

Segundo Damodaran (1997) e Fernández (2007), o cálculo do fluxo de caixa livre tem como ponto de partida o EBIT – Earnings before interest and taxes, deduzido o imposto sobre rendimento (t), somando as amortizações e depreciações do exercício (A) e subtraindo o investimento em activos fixos (I) e as necessidades de fundo de maneo (NFM), dado pela seguinte expressão:

$$FCL = EBIT (1-t) + A - I - NFM \quad (3)$$

Tendo em conta que a contabilidade não proporciona esses dados directamente, a tabela abaixo demonstra o cálculo do fluxo de caixa livre partindo dos Resultados antes de impostos e encargos financeiros (RAIEF).

Tabela I – Cálculo do Free Cash Flow

	RAIEF
-	Impostos sobre RAIEF
=	Resultados Operacionais após impostos ou EBIT
+	Amortizações
-	Aumento dos activos fixos
-	Aumento em outros activos afectos à exploração
=	Fluxo Caixa Livre

Fonte: Fernández, Pablo (2001)

Conforme os autores, os custos resultantes do endividamento da empresa encontram-se reflectidos, posteriormente, na taxa de actualização que lhe está associada. Nesse sentido, nos fluxos de caixa livre calculados serão reflectidos o factor de actualização, o custo médio ponderado do capital WACC (Weighted Average Cost of Capital)

A taxa de actualização WACC é obtida pela ponderação do custo do capital alheio e do custo de capital próprio, em função da estrutura da empresa, sendo que o custo do capital alheio já reflecte o benefício fiscal (interest tax shield), que Modigliani e Miller (1958 e 1963) analisaram:

$$WACC = \frac{E}{D+E} K_e + \frac{D}{D+E} K_d(1 - t) \quad (4)$$

onde:

WACC = Taxa de Desconto

E = Capital Próprio;

K_e = Custo do Capital Próprio;

D = Valor da dívida;

K_d = Custo de Capital Alheio²;

t = Taxa de imposto

No entanto, a grande subjectividade intrínseca a essa taxa e a falta de informações seguras constituem factores que podem levar a erros no cálculo de avaliação de empresas, ou a alguma subjectividade.

Para cálculo da empresa através do *Free Cash Flow*, actualizam-se os fluxos dos diferentes períodos utilizando o WACC, sendo:

$$E+D = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1+WACC)^i} \quad (5)$$

² Custos Financeiros/Passivo

No caso da empresa não ter dívidas na sua estrutura de capital, o fluxo de caixa livre será idêntico ao fluxo de caixa de capital próprio.

3.4.1.2. Fluxo de Caixa de Capital Próprio ou *Equity Cash Flow*

De acordo com Tavares (2002), o *Equity Cash Flow* é o fluxo remanescente na empresa, depois de garantir a cobertura dos investimentos em activos fixos e activos afectos à exploração e o pagamento dos custos financeiros e a dívida do principal correspondente.

Este modelo de fluxo pressupõe a existência de uma estrutura financeira mínima para cada período, em que os juros e o principal sobre os financiamentos existentes são pagos e o recurso a novos financiamentos são recebidos. O remanescente será o dinheiro disponível para os accionistas que poderá ser destinado a distribuição de dividendos, a recompra de acções ou reinvestimentos na empresa.

Retirando ao fluxo de caixa livre, os encargos financeiros pagos depois de imposto (t), o valor da dívida e somando o valor da nova dívida, obtém-se o equity cash flow:

$$ECF = FCL - (\text{encargos financeiros pagos } (1-t)) + \text{Variação da Dívida} \quad (6)$$

Para cálculo do valor da empresa, os fluxos de Caixa de Capital próprio são descontados à uma taxa de rentabilidade exigida pelos accionistas à empresa. O custo de capital próprio pode ser estimado com recurso ao Capital Asset Pricing Model (CAPM), conhecido como modelo de equilíbrio de activos financeiros de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), que definem, assim, a rentabilidade exigida pelos accionistas:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (7)$$

Sendo:

R_f = Taxa de Rentabilidade para Investimentos sem risco;

B = Beta da acção, risco sistemático ou de mercado;

R_m = Taxa de rentabilidade de mercado.

Este modelo para determinação do custo de capital próprio pode igualmente ser utilizado no contexto da determinação da taxa WACC mencionada na secção anterior.

A rentabilidade do activo sem risco (R_f) é normalmente associada às obrigações de tesouro do país a vencer no longo prazo que conjugada com o prémio de risco de mercado, resultante da diferença entre a rentabilidade de mercado e rentabilidade do activo sem risco, e a sensibilidade do mercado β , obtém-se o custo de capital próprio.

Assim, o valor da empresa é dado pela seguinte expressão:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{ECF_i}{(1+K_e)^i} \quad (8)$$

4. ESTUDO DE CASO - EMPROFAC

4.1. Objectivos da Investigação

A presente investigação tem por objectivo efectuar uma estimativa de 100% do valor de mercado dos capitais próprios da EMPROFAC com referência à data de 31 de Dezembro de 2015, numa perspectiva de privatização.

Conforme já mencionado, desde 1991 a EMPROFAC iniciou um processo de privatização parcial com a transferência da actividade produtora para os Laboratórios INPHARMA e a alienação da actividade a retalho.

Contudo, até à presente data, a empresa possui o monopólio da comercialização e distribuição dos medicamentos, pelo que os sucessivos governos têm abordado a possibilidade de privatização da empresa e abertura do mercado, pese embora, com muita ponderação, tendo em conta a sensibilidade do sector, assim como, a pequenez do país. Nesse sentido, a garantia de acesso dos medicamentos a toda população cabo-verdiana, assim como, a qualidade dos mesmos tornam-se de fulcral importância para essa decisão.

No entanto, a motivação na elaboração deste trabalho é definir o valor de mercado da EMPROFAC, para que, em caso de privatização, deixarmos a

nossa contribuição, do preço de referência da empresa que o actual accionista poderá esperar realizar em dinheiro ou equivalente.

Para efectuar o estudo de caso, foi necessário efectuar uma avaliação tanto da EMPROFAC como da INPHARMA, visto que a empresa detém 40% do capital da última, numa perspectiva de continuidade das actividades desenvolvidas pelas empresas.

4.2. Metodologia da Investigação

Na estimativa do valor de mercado dos capitais próprios das empresas, utilizamos, conforme os métodos descritivos na revisão da literatura, o Método de Rendimento, baseado no *Free Cash Flow*, visto ser o modelo que mais fielmente espelha o valor de mercado dos capitais próprios das empresas. Numa óptica de continuidade das empresas, entendemos ser este o método mais indicado para a sua avaliação.

A fonte primária de recolha de dados foram as demonstrações financeiras das empresas, assim como informações da gestão.

Para efectuar a avaliação através do método de *Free Cash Flow*, estimou-se o valor dos capitais próprios através do valor actual dos fluxos de caixa que se espera que venha a gerar no futuro, tendo como base as projecções financeiras descontados a uma taxa de actualização, a qual reflecte o valor temporal do dinheiro. Assim, foi feita uma análise da informação das demonstrações financeiras de 2013 a 2015, de modo a ter uma perspectiva para o desenvolvimento futuro. Deste modo, estimou-se no horizonte temporal de 2016 a 2020 os Resultados Operacionais, o investimento em Capital Fixo, o investimento em necessidades de fundo de maneio. Igualmente, foi previsto o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) obtido pela ponderação do Custo do Capital Próprio (k_e) e do Custo do Capital Alheio (k_d) para descontar os fluxos de caixa. Posteriormente, calculou-se o valor da continuidade com base na perspectiva temporal definida e determinou-se o Valor do Negócio e o Valor dos Capitais Próprios com referência a 31 de Dezembro de 2015.

Com o objectivo de analisar o impacto de algumas variáveis críticas no valor dos capitais próprios da empresa, efectuou-se uma análise de sensibilidade, determinando assim, um intervalo de valores para os capitais próprios da EMPROFAC.

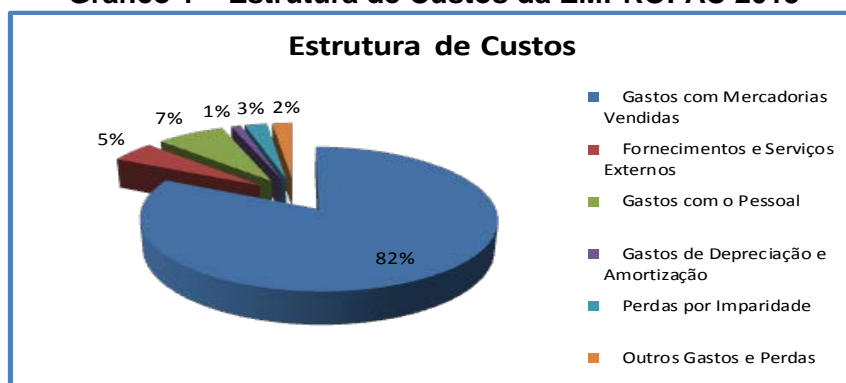
4.3. Avaliação pelo Método do Rendimento – *Free Cash Flow*

4.3.1. Análise dos Resultados Operacionais Históricos

De acordo com o anexo F – Demonstração de Resultados Histórica e Previsional, constatamos que as vendas da empresa continuaram a evoluir no mesmo ritmo dos exercícios anteriores, sendo que em 2015 cresceu 2,7%, e os gastos relacionados com mercadorias a acompanhar essa evolução, com crescimento de 3,9%.

Da leitura do gráfico 1, podemos verificar que os Gastos das Mercadorias Vendidas é a rubrica com maior peso na estrutura de custos da empresa, representando 82% do total dos custos, o que é considerado normal tendo em conta que se trata de uma empresa comercial.

Gráfico 1 – Estrutura de Custos da EMPROFAC 2015



Fonte: Relatório&Contas 2015

Apesar dos custos operacionais terem crescido em cerca de 1,66%, para o período de 2014-2015, a margem EBITDA apresentou um crescimento anual positivo de 14%, justificado pelo aumento das vendas.

Os proveitos registaram um crescimento de 3,43%, para qual contribuiu, além do incremento das vendas, o aumento de outros rendimentos, nomeadamente,

aplicação do Método de Equivalência Patrimonial dos Resultados Líquidos da participada INPHARMA e juros de aplicações financeiras.

4.3.2. Taxa de Actualização

A taxa de actualização, tal como definida na metodologia do trabalho para obtenção do valor de negócio resulta do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).

Tabela II – Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

	Parâmetros		Fonte
Inputs	a) Rf - Obrigações do Tesouro (10 anos)	5,84%	BCV
	b) Beta (Unlevered)	0,9	Damoradan
	c) Beta (Levered)	1,332	
	d) Prémio de Risco Mercado (Rm-Rf)	8,64%	Damoradan
	e) D/E ou Gearing	48%	R&C
	f) Custo de Capital Alheio	5%	Gestão
	g) Taxa de Imposto	25%	Gestão
Cálculos	1) Custo Capital Próprio (k_e)	17,35%	
	2) Custo Capital Alheio (k_d)	5,00%	
	3) WACC	12,94%	

O custo de capital alheio (k_d) representa o preço a pagar para recorrer a capitais alheios. A EMPROFAC após vários anos sem recorrer ao financiamento alheio, contraiu em 2015, um empréstimo obrigacionista, para cobrir o investimento com um novo armazém. Conforme informação da gestão o custo é de 5%.

O custo do capital próprio (k_e), estabelece que a relação entre o risco e a rentabilidade é permanente no tempo, pelo que, quanto maior o nível de risco sistemático da acção maior a taxa de rentabilidade.

O custo do capital próprio apresentado na tabela III, foi resolvido com base do modelo do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), usando a equação 7.

Para o cálculo da rentabilidade dos activos sem risco (R_f), foi considerada a média ponderada das taxas das obrigações do tesouro de Cabo Verde com maturidade de 10 anos, conforme anexo A.

Quanto ao Índice de risco do Activo Financeiro (β), mede o risco da empresa relativamente ao mercado e existem diversos tipos de modelos para o estimar. Segundo Damodaran (2002), o Beta é condicionado por três factores: Tipo de Negócio, Grau Económico de Alavanca e Grau Financeiro de Alavanca. Assim, quanto mais sensível for o negócio às condições do mercado, mais elevado será o beta.

Tendo em conta dificuldades em obter dados efectuando uma análise com empresas comparáveis, optou-se por estimar o beta referente ao sector de medicamentos constante na tabela da base de dados de Damodaran, conforme anexo B.

O Prémio de Risco do Mercado ($R_m - R_f$) resulta da diferença entre a média da taxa de retorno das acções no mercado e a média da taxa dos activos sem risco de certo período, assentes em dados históricos. Foi utilizado um prémio de risco considerando as particularidades dos mercados financeiros apresentado pelas estimativas da tabela de Damodaran, pelo que foi estimado um prémio de risco médio para Cabo Verde de 8,64%, conforme tabela C.

Assumindo as três variáveis como se descreveu, obtivemos o custo do capital próprio de 17,35% com base na equação 4.

O Gearing representa a estrutura de capital da empresa, sendo determinado pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos. Nesse sentido, a estrutura financeira das empresas é importante para determinação da taxa do custo de capital, tendo em conta que, deve haver uma relação óptima entre capitais alheios e capitais próprios de forma a otimizar essa taxa.

Ao longo dos últimos anos, a excepção do ano de 2015, a EMPROFAC não tem contraído dívidas de médio e longo prazo, sendo que o seu capital alheio diz respeito basicamente a dívidas de funcionamento, como, fornecedores, accionista, etc.), conforme os Relatórios & Contas. Assim, consideramos a média do gearing dos três anos históricos analisados.

Em relação a taxa de imposto utilizou-se a taxa nominal definida pelo estado cabo-verdiano de 25%.

Após definição de todos os pressupostos, obteve-se o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) de 12,94%, conforme tabela III.

4.3.3. Projecção dos Resultados Operacionais

A projecção dos resultados operacionais encontra-se espelhada na tabela III, pelo que toda a análise nessa secção é feita com base nos valores alcançados.

Tabela III – Projecção dos Resultados Operacionais

RÚBRICAS	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Vendas	1.485.495	1.523.600	1.554.100	1.585.200	1.616.904	1.649.242
Ganhos/Perdas	13.699					
Custos com Mercadorias	1.075.232	1.127.464	1.150.034	1.173.048	1.196.509	1.220.439
Resultado Operacional	423.962	396.136	404.066	412.152	420.395	428.803
FSE	64.084	65.045	66.021	67.011	68.016	69.037
VAB	359.878	331.091	338.045	345.141	352.379	359.766
Gastos com Pessoal	97.035	103.373	108.670	113.100	116.493	119.988
Ajustamentos de Inventários	31.754	31.754	25.403	24.900	24.900	24.900
Imparidades de Dívidas	0	0	0	0	0	0
Provisões	0			0	0	0
Outros Rendimentos e Ganhos	4.241	2.779	4.215	4.215	4.215	4.215
Outros Gastos e Perdas	-28.520	-34.275	-33.900	-32.300	-32.300	-32.300
EBITDA	206.810	164.468	174.287	179.056	182.901	186.793
Gastos de Depreciação e Amortizações	13.865	19.992	19.192	18.424	17.687	16.980
EBIT	192.945	144.476	155.095	160.632	165.214	169.813

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Em relação aos rendimentos operacionais da EMPROFAC, sendo as vendas a variável de maior tributo, previu-se para o período projectado um aumento médio das vendas em torno de 2% por ano, em linha com o crescimento histórico, atingindo o valor de 1.649 milhões de ESC em 2020.

Em relação aos gastos operacionais, prevê-se um aumento médio de 2,3% para o período projectado de 2016-2020 em consonância com o crescimento dos rendimentos.

A rubrica de maior peso dos gastos operacionais é o custo das mercadorias vendidas e conforme o historial da empresa representa em média 74% das vendas, pelo que, considerou-se essa percentagem para projectar esse custo.

Para a rubrica Fornecimento e Serviços Externos foi projectado um crescimento de 1,5% em cada ano, tendo em conta a média de evolução dos últimos anos.

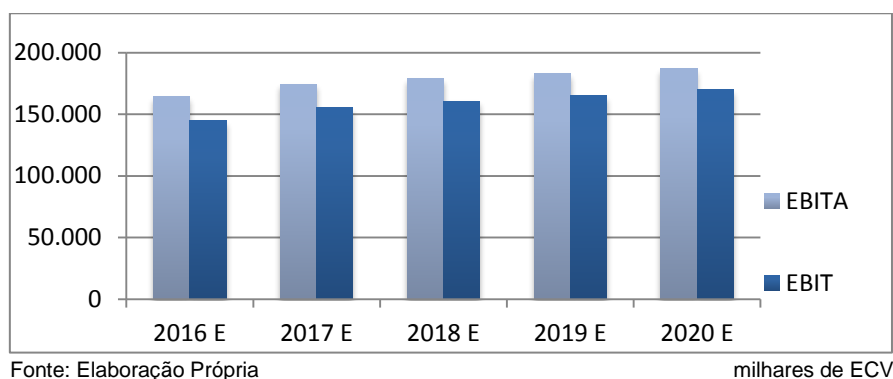
Quanto a gastos com pessoal, considerando as progressões, os eventuais aumentos de vencimento e a necessidade de contratação de dois colaboradores, previu-se um crescimento médio durante o período projectado de 4%.

A previsão é de uma diminuição dos ajustamentos de inventários, tendo em conta o permanente esforço da empresa em diminuir o valor dos inutilizados dos produtos comercializados.

Em relação às amortizações prevê-se um crescimento no ano de 2016 de 44%, tendo em conta os investimentos executados pela empresa.

Após a definição das projecções, verificamos no gráfico a evolução do EBITA e do EBIT durante o período de 2016-2020, com um crescimento médio de 3,25% e 4%, respectivamente.

Gráfico 2 – Projecção do EBITA e do EBIT

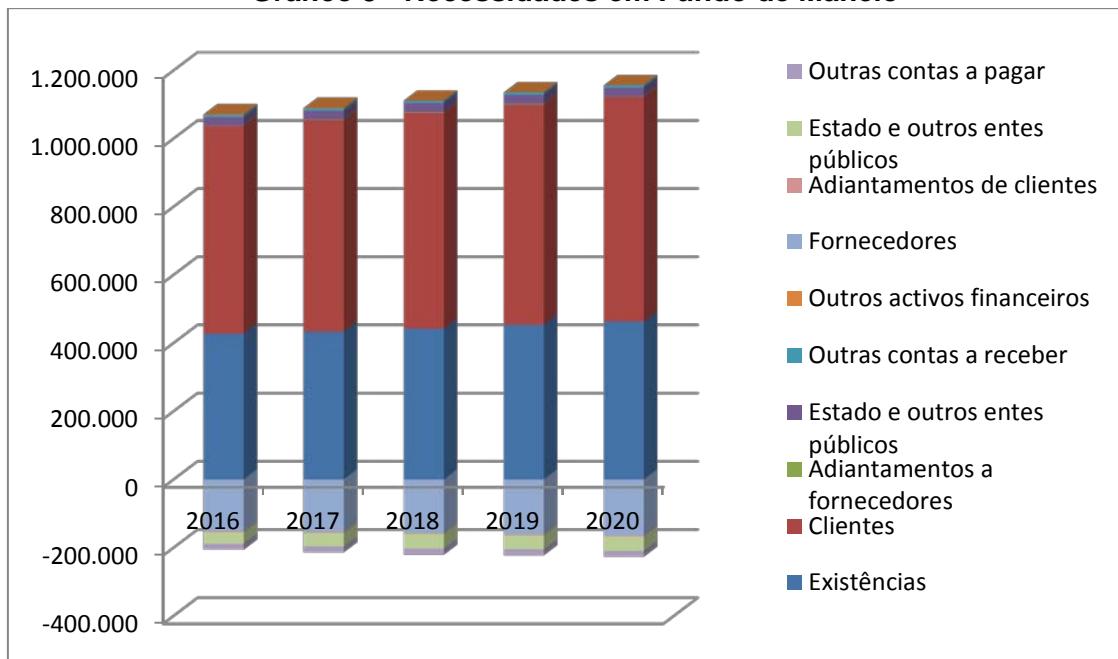


4.3.4. Investimento em Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio atingiram cerca de 845 milhões de ECV em 2015 prevendo aumentar o seu valor para cerca de 930 milhões de ECV em 2020, correspondendo a um crescimento médio de 2%, conforme poderemos observar no anexo G.

De acordo com o gráfico 3, concluímos que a previsão das necessidades de fundo de maneio é de crescimento, em virtude do aumento do volume das vendas, impactando positivamente as necessidades de investimento em existências e clientes, aumentando assim as necessidades cíclicas.

Gráfico 3 - Necessidades em Fundo de Maneio

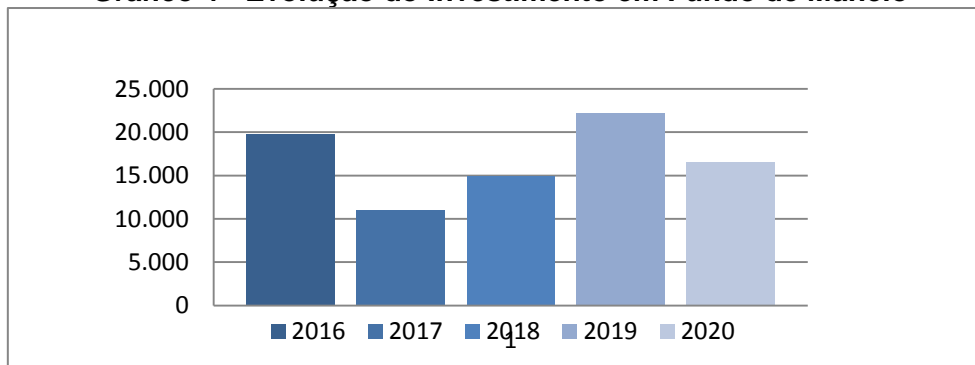


Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Após a determinação das necessidades em fundo de maneio é possível obter o investimento em fundo de maneio durante o período de projecção conforme o gráfico 4, sendo o valor global durante este período de mais de 84 milhões de ECV.

Gráfico 4 - Evolução do Investimento em Fundo de Maneio



Fonte: Elaboração Própria

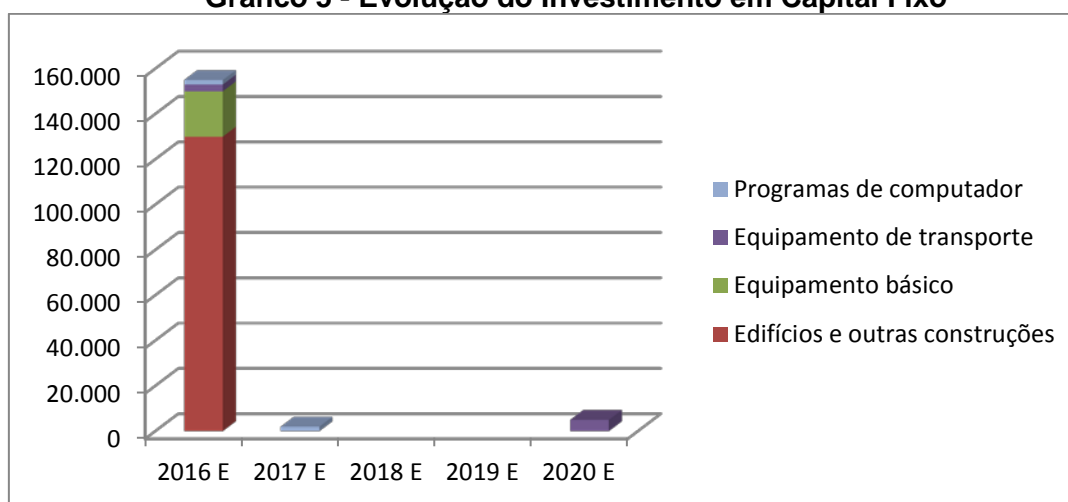
milhares de ECV

4.3.5. Investimento em Capital Fixo

Desde 2013, a EMPROFAC tem apostado na remodelação e ampliação dos seus edifícios tendo em conta a necessidade de aumentar a capacidade de armazenamento e cumprir com as boas práticas do sector, além de proporcionar melhores condições de trabalho aos seus colaboradores.

Durante o período projectado, o ano de 2016 é o ano praticamente de conclusão dos investimentos levados a cabo, sendo o valor total previsto de 155 milhões de ECV. Para 2017, prevê-se continuar com investimento em programas de computador de modo a munir os armazéns de tecnologias modernas com impacto na melhoria do serviço prestado. Em 2020, prevê-se a substituição de uma das viaturas da frota da empresa, tendo em conta o seu período de amortização.

Gráfico 5 - Evolução do Investimento em Capital Fixo



Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

4.3.6. Cálculo do *Free Cash Flow* – FCL

Concluídos os cálculos das evoluções dos resultados operacionais, do investimento em necessidades de fundo de maneio e investimento em capital fixo da EMPROFAC para o período 2016-2020, estão reunidas as condições para efectuar a avaliação da empresa empregando o método do *Free Cash Flow* (FCL) para o período em análise, utilizando a fórmula 3 na tabela IV.

Tabela IV – Cálculo do Free Cash Flow da EMPROFAC

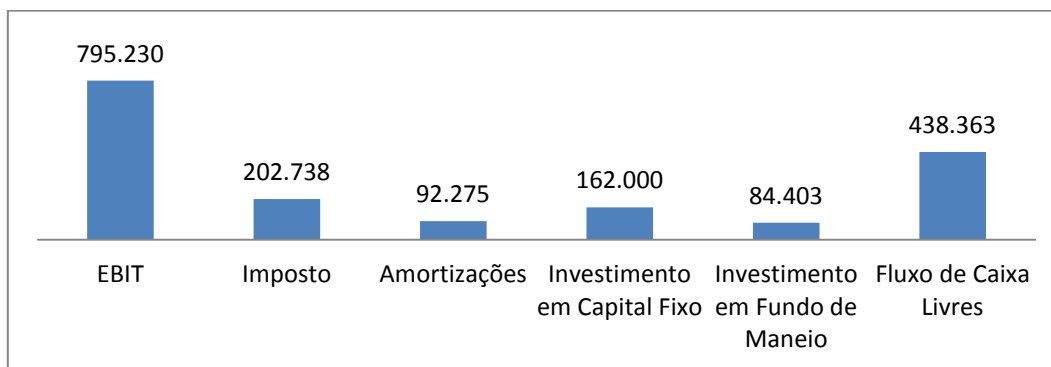
RÚBRICAS	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
EBIT	192.945	144.476	155.095	160.632	165.214	169.813
Impostos	48.563	35.856	39.193	40.941	42.562	44.187
EBIT (1-t)	144.382	108.620	115.902	119.691	122.652	125.627
Depreciações e Amortizações	13.865	19.992	19.192	18.424	17.687	16.980
Investimento em Capital Fixo	178.077	155.000	2.000	0	0	5.000
Investimento em Fundo de Maneio	-57.736	19.756	10.982	14.902	22.188	16.576
FCL	37.906	-46.144	122.112	123.212	118.151	121.031

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

A EMPROFAC, registou um FCL positivo de 38 milhões de ECV em 2015 e durante a projecção prevê-se um aumento, atingindo 121 milhões de ECV em 2020. No entanto, constata-se um FCL negativo previsto em 2016 em consequência do valor do investimento em capital fixo.

A previsão do valor acumulado dos fluxos de caixa não descontados durante o período de projecção é de 438 milhões de ECV.

Gráfico 6 - Fluxo de Caixa Livres Não descontados Acumulados 2016-2020

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Para calcular o valor do negócio da empresa é essencial estimar o valor de continuidade, pelo que é necessário determinar uma taxa de crescimento sustentável de longo prazo após a fase de projecção dos FCL.

Assim, ponderou-se para a taxa de crescimento real da economia a média dos 10 últimos anos do Produto Interno Bruto (PIB), isto é, 4,2%, conforme anexo D. No entanto, para o período de 2010 a 2015, a média é de 1,8%, pelo que, por uma questão de prudência optou-se por considerar a taxa de crescimento na perpetuidade de 2%.

Descontando os cash flow à taxa WACC de 12,94% e determinando o valor da continuidade, podemos concluir que o valor de negócio da EMPROFAC é de 893 milhões de ECV, conforme demonstrado na tabela V.

Tabela V -Valor do Negócio da EMPROFAC com base no Método Free Cash Flow

RÚBRICAS	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
FCL	-46.144	122.112	123.212	118.151	121.031
Taxa de Crescimento na Perpetuidade					2,00%
WACC					12,94%
Valor da Continuidade					1.128.635
FCL Descontado	-40.858	95.736	85.533	72.623	65.871
Valor da Continuidade Descontado					614.257
Valor do Negócio	893.162				

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Para calcular o valor dos capitais próprios usando o método *Free Cash Flow* é necessário determinar a dívida líquida da empresa com referência ao ano de 2015, sendo o montante cerca de 190 milhões de ECV, conforme tabela VI.

Tabela VI - Dívida Líquida da EMPROFAC

Dívida Líquida – 2015	Montante
Disponibilidades	539.189
Accionista/Sócios – Estado	-598.201
Empréstimo a empregados	2.353
Empréstimos M/P	-133.333
	-189.992

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Igualmente, é necessário englobar aos capitais próprios a participação de 40% que a empresa detém na INPHARMA. Os cálculos do capital próprio da INPHARMA encontram-se demonstrados no apêndice A.

Assim, é nosso entendimento que o valor indicativo dos capitais próprios da EMPROFAC a 31 de Dezembro de 2015, considerando os pressupostos assumidos é de 837 milhões de ECV, conforme tabela VII e gráfico 7.

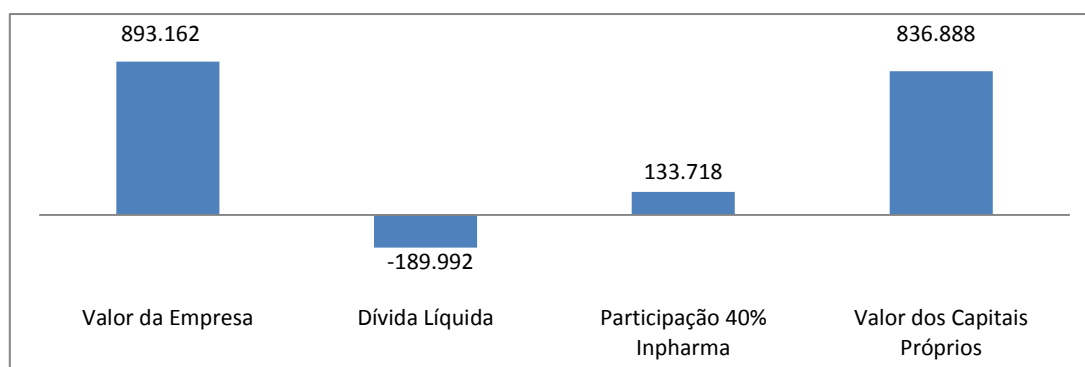
Tabela VII - Valor dos Capitais Próprios da EMPROFAC

Soma dos Fluxos de Caixa descontado	278.905
Valor da Continuidade Descontado	614.257
Valor da Empresa	893.162
Dívida Líquida	-189.992
Participação 40% Inpharma	133.718
Valor dos Capitais Próprios	836.888

Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

Gráfico 7 – Valor dos Capitais Próprios da EMPROFAC



Fonte: Elaboração Própria

milhares de ECV

4.3.7. Análise de Sensibilidade

Com o objectivo de identificar um intervalo de valores para os capitais próprios da EMPROFAC, entendemos ser importante efectuar análises de sensibilidade a algumas variáveis críticas, combinadas com variações na taxa de desconto.

Consideramos como variáveis críticas para a análise de sensibilidade, as vendas e a taxa de crescimento, conjugadas com o efeito de uma variação positiva ou negativa de 0,5% do custo médio ponderado do capital (WACC).

Além disso, a análise de sensibilidade foi efectuada com base num valor *ceteris paribus* para a participação financeira da EMPROFAC na INPHARMA, levando em conta o valor dos capitais próprios do cenário base.

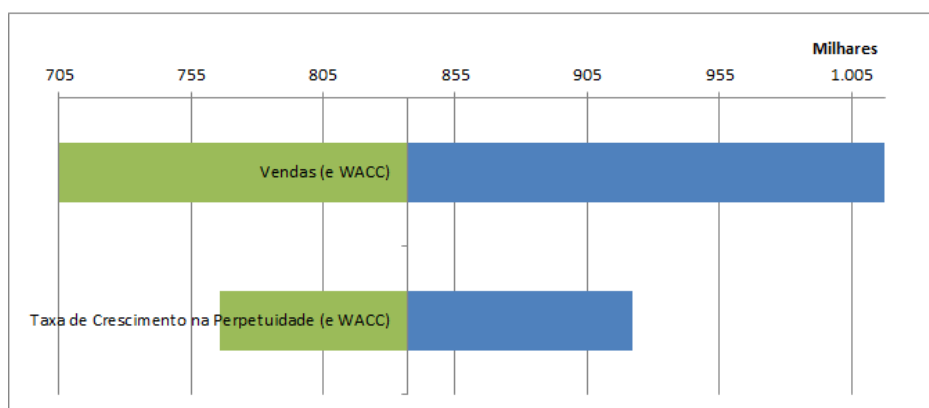
Tabela VIII - Cenários para Análise de Sensibilidade

Variáveis Críticas	Base	Optimista	Pessimista
Vendas	Crescimento 2%	Mais 1% sobre a base	Menos 1% sobre a base
Taxa na Perpetuidade	2%	Mais 0,5% sobre a base	Menos 0,5% sobre a base

Fonte: Elaboração Própria

O gráfico tornado apresenta de forma decrescente as variáveis críticas com maior impacto no valor para os accionistas considerando o máximo e o mínimo das variações discretas das variáveis. Nesse sentido, pode-se verificar que a variável que, isoladamente, provoca uma maior variação no valor para o accionista é o ajustamento nas vendas.

Gráfico 8 – Análise de Sensibilidade



Fonte: Elaboração Própria

Considerando os pressupostos assumidos e as análises efectuadas, o valor do accionista situa-se, entre 705 milhões de ECV e 969 milhões de ECV com média de 837 milhões de ECV.

5. CONCLUSÃO

Os métodos e modelos descritos no presente trabalho, visam sempre a busca de um valor económico justo, isto é, um valor onde as características e competências da empresa avaliada estejam em equilíbrio. No entanto, não obstante os métodos serem quantitativos, as avaliações incorporam premissas subjectivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objectivos dos possíveis compradores e vendedores. Nesse sentido, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando as mesmas metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para a mesma empresa, tendo em conta que podem usar premissas, objectivos e perspectivas diferentes.

Assim, concluímos que na avaliação de empresas não existe um valor correcto, passível de uma comprovação absoluta, mas sim valores referenciais, determinados pelas várias metodologias, que servirão de referência e subsídio ao processo de negociação entre eventuais compradores e vendedores na definição do preço empresarial, sendo que a qualidade das informações é de crucial importância para o sucesso dos trabalhos de avaliação.

Com este trabalho procurou-se estimar o valor de mercado dos capitais próprios da EMPROFAC, numa perspectiva de privatização, a partir das informações constantes no balanço e demonstração de resultados, bem como dos indicadores oficiais das taxas de obrigações do tesouro e dados do sector farmacêutico através da tabela de Damodaran. Para alcançar este objectivo, utilizou-se o modelo de *Discounted Free Cash Flow* na vertente *Free Cash Flow* como ferramenta de avaliação, considerado o modelo mais rigoroso na teoria de Finanças, não obstante, as suas limitações de sua aplicabilidade no que se refere à subjectividade na determinação de variáveis que podem influenciar no resultado final da avaliação.

De facto, a determinação da taxa de actualização é uma das etapas mais delicadas desta metodologia, pois tais taxas reflectem aspectos subjectivos que variam de investidor para investidor, tais como o custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento.

A avaliação efectuada à EMPROFAC enquadra-se no quadro que uma possível privatização da empresa. Nos últimos cinco anos a empresa tem feito um forte

investimento nas suas estruturas físicas, de modo a aumentar a sua capacidade de armazenamento, cumprir com as boas práticas de comercialização e distribuição, melhorar as condições de trabalho dos colaboradores e prestar um melhor serviço aos seus clientes. Além disso, apostou na implementação de um Sistema de Gestão de Qualidade, perspectivando a certificação na norma ISO:9001/2015. Podemos concluir que a EMPROFAC está preparando para se tornar uma empresa cada vez mais moderna e eficiente com impacto positivo no seu valor de mercado.

Da avaliação efectuada podemos concluir que a EMPROFAC dispõe de meios para se auto sustentar a longo prazo, visto que possui autonomia financeira, não existindo qualquer desequilíbrio na sua estrutura.

Para determinação do valor de mercado da EMPROFAC, foi necessário efectuar uma avaliação também à INPHARMA, empresa responsável pela produção de 30% das necessidades de medicamentos em Cabo Verde, sendo a EMPROFAC detentora de 40% do seu capital.

Concluimos assim que, o valor estimado da EMPROFAC ronda os 893 milhões de ECV, enquanto o da INPHARMA fixou a volta de 387 milhões de ECV. Deduzindo o valor da dívida líquida e incorporando a participação de 40% do valor da INPHARMA, estimamos o valor dos capitais próprios da EMPROFAC de 837 milhões de ECV.

No entanto, por uma questão de prudência efectuou-se uma análise de sensibilidade às variáveis mais críticas, pelo que, considerando os pressupostos assumidos e as análises efectuadas, o valor do accionista situa-se entre 705 milhões de ECV e 969 milhões de ECV com média de 837 milhões de ECV.

Conforme descrito ao longo deste trabalho, a avaliação de empresas não é uma ciência exacta. Nesse sentido, não obstante, considerarmos razoável e defensável o intervalo de valores obtido, tendo em conta a informação disponibilizada e que pode servir de base para eventuais negociações, outras análises poderão ser feitas com conclusões diferentes sobre o valor dos capitais próprios da EMPROFAC.

BIBLIOGRAFIA

Almeida, José, Brito, António, Batistella, Flávio, Martins, Eliseu (2012). *Análise dos Modelos de Avaliação Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth e Fluxo de Caixa Descontado Aplicados às Ofertas Públicas de Aquisição de Ações no Brasil*. Revista de Contabilidade e Organizações, São Paulo, V.6, nº16, p-3-19.

BRANDÃO, Elísio (2001). *Finanças*. Porto: Porto Editora.

DAMODARAN, Aswath (1997). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons.

DAMODARAN, Aswath (2002). *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley and Sons.

Falcini, Primo (1995). *Avaliação Econômica de Empresas*. São Paulo: Atlas.

Fernández, Pablo (2001). *Valorición de Empresas – Como Medir y Gestionar La Creación de Valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Fernández, Pablo (2002). *Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuation*. WP nº 449. Madrid: IESE Business School.

Fernández, Pablo (2007). *A More Realistic Valuation: APV and WACC with constant Book Leverage Ratio*. WP nº 715. Madrid: IESE Business School.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. NJ: John Wiley & Sons, Inc.

MARTINS, Eliseu (2001). *Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica*. São Paulo: Ed. Atlas.

Modigliani, Franco & Miller, Merton. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, 48 (3), pp. 261-297.

Modigliani, Franco & Miller, Merton. H. (1963). *Corpore Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, 53 (3), pp. 433-443.

Muller, Aderbal & Teló, Admir (2003). *Modelos de Avaliação de Empresas*. Revista da FAE, Curitiba, V.6, nº2, pag. 97-112.

NEVES, João Carvalho (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: McGraw-Hill.

Ruback, Richard (1994). *Note on capital Cash Flow Valuation*. Harvard Business School.

Ruback, Richard (1995). *Introduction to Cash Flow Valuation Methods*. Harvard Business School.

SILVA, Fernando Gonçalves (1987). *O Balanço e a Demonstração de Resultados*. Lisboa: Livraria Sá da Costa.

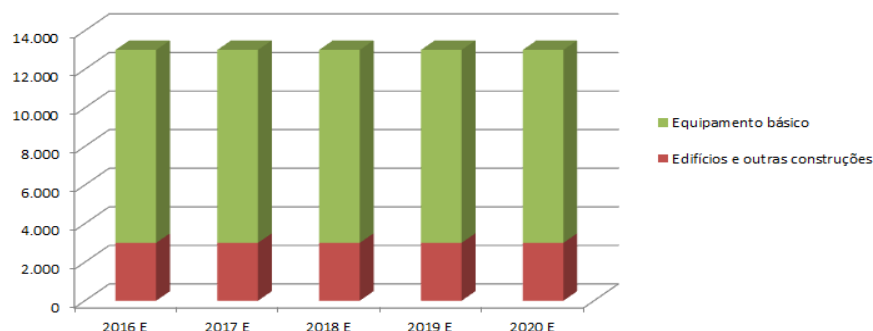
Tavares, Fernando Oliveira (2002). *Avaliação de Ações – O modelo do Cash Flow*. Porto: Vida Económica.

APÊNDICE A – CÁLCULO DOS CAPITAIS PRÓPRIOS DA INPHARMA A 31 DE DEZEMBRO DE 2015 (todos os valores deste apêndice encontram-se em milhares de ECV)

1. Projecção dos Resultados Operacionais

RÚBRICAS	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Vendas	397.049	378.506	379.141	452.393	418.962	427.341	435.888	444.606
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias	-3.970							
Variacão nos inventários de produção	-6.604	-4.827	2.732					
Custos com Mercadorias	163.083	149.367	150.525	203.577	188.533	192.304	196.150	200.073
Resultado Operacional	223.392	224.312	231.348	248.816	230.429	235.038	239.738	244.533
FSE	71.009	63.897	57.830	58.274	59.439	60.628	61.841	63.078
VAB	152.383	160.415	173.518	190.542	170.990	174.409	177.898	181.456
Gastos com Pessoal	95.375	90.655	85.542	80.331	81.938	83.576	85.248	86.953
Ajustamentos de Inventários	16.949	3.565	3.225	3.395	3.056	2.750	2.475	2.227
Imparidades de Dívidas	22.583	566	1.522	1.094	985	886	797	718
Aumentos/reduções de justo valor	439	117	0	0				
Provisões								
Outros Rendimentos e Ganhos	23.438	4.098	9.682	3.776	3.852	3.929	4.007	4.087
Outros Gastos e Perdas	10.870	8.415	8.760	9.348	9.815	10.306	10.821	11.363
EBITDA	29.605	61.195	84.151	100.150	79.048	80.819	82.563	84.282
Gastos de Depreciação e Amortizações	32.495	32.326	26.929	23.827	26.973	28.939	28.626	28.606
EBIT	-2.890	28.869	57.222	76.323	52.075	51.880	53.937	55.676

2. Evolução dos Investimentos



3. Cálculo do WACC

Parâmetros		Fonte	
Inputs	a) Rf - Obrigações do Tesouro (10 anos)	5,84%	BCV
	b) Beta (Unlevered)	0,9	Damoradan
	c) Beta (Levered)	1,314	
	d) Prémio de Risco Mercado (Rm-Rf)	8,64%	Damoradan
	e) D/E ou Gearing	46,00%	R&C
	f) Custo de Capital Alheio	7,90%	Gestão
	g) Taxa de Imposto	25%	Gestão
Cálculos	1) Custo Capital Próprio (ke)	17,19%	
	2) Custo Capital Alheio (Kd)	7,90%	
	3) WACC	13,64%	

4. Investimento em Fundo de Maneio

Rubricas	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
Necessidades Cíclicas							
Existências	158.589	104.159	122.907	132.740	140.704	150.553	159.586
Clientes	178.987	154.488	169.937	178.434	187.355	196.723	206.559
Adiantamentos a fornecedores	2.616	546	511	490	425	370	316
Estado e outros entes públicos	31.039	34.123	12.212	12.578	12.956	13.344	13.745
Outras contas a receber	5.158	1.534	1.611	1.691	1.776	1.865	1.958
Diferimentos	285	845	803	763	724	688	654
Total Necessidades	376.674	295.695	307.980	326.695	343.940	363.544	382.818
Recursos Cíclicos							
Fornecedores	112.378	36.712	42.219	48.552	55.834	64.210	73.841
Adiantamentos de clientes	2.633	2.684	2.818	2.846	2.875	2.904	2.933
Estado e outros entes públicos	5.224	13.955	31.651	31.018	32.569	34.197	35.907
Financiamentos obtidos	38.673	31.266	26.576	21.792	17.870	14.653	12.016
Outras contas a pagar	6.646	5.442	4.626	3.932	3.342	2.841	2.415
Diferimentos	3.586	3.359					
Total Recursos	169.140	93.418	107.890	108.140	112.490	118.804	127.111
Necessidades de Fundo de Maneio	207.534	202.277	200.090	218.555	231.450	244.739	255.707
INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO		-5.257	-2.187	18.465	12.895	13.289	10.968

5. Valor do Negócio com base no Método “Free Cash Flow”

Rúbricas	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
FCL	73.081	36.711	43.393	43.590	46.395
Taxa de Crescimento na Perpetuidade					2%
WACC					13,64%
Valor da Continuidade					406.459
FCL Descontado	64.307	28.426	29.566	26.135	24.477
Valor da Continuidade Descontado					214.441
Valor do Negócio	387.353				

6. Dívida Líquida 2015

Dívida Líquida - 2015	Montante
Disponibilidades	66.814
Empréstimos M/P	-119.871
	-53.057

7. Valor dos Capitais Próprios da INPHARMA

VALOR DOS CAPITAIS PRÓPRIOS DA EMPROFAC	
Soma dos Fluxos de Caixa descontado	172.912
Valor da Continuidade Descontado	214.441
Valor da Empresa	387.353
Dívida Líquida	-53.057
Valor dos Capitais Próprios	334.296

ANEXO A – Taxas de Rentabilidade das Obrigações do Tesouro

Médias ponderadas, em percentagem.

	2012	2013	2014	2015
Prazos				
3 anos	5,62	5,60	5,58	4,83
4 anos	5,56	5,58	5,64	5,16
5 anos	5,79	5,84	5,79	5,19
6 anos	5,88	5,83	5,90	5,49
7 anos	5,97	5,91	5,89	5,13
8 anos	5,80	5,81	5,97	5,12
9 anos	5,87	5,87	5,89	5,57
10 anos	5,94	5,94	5,94	5,53

Fonte: Ministério das Finanças; Cálculos do Banco de Cabo Verde.

ANEXO B – Beta e Gearing do Sector Farmacêutico Tabela Damodaran

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Beta</i>	<i>D/E Ratio</i>	<i>Tax rate</i>	<i>Unlevered beta</i>	<i>Cash/Firm value</i>	<i>Unlevered beta corrected for cash</i>	<i>HiLo Risk</i>	<i>Standard deviation of equity</i>
Advertising	44	1.08	56.26%	3.90%	0.70	5.18%	0.74	0.6415	71.03%
Aerospace/Defense	92	1.33	20.50%	13.51%	1.13	5.53%	1.20	0.4706	46.90%
Air Transport	20	1.27	69.78%	18.34%	0.81	4.42%	0.85	0.4583	51.95%
Apparel	63	1.06	27.86%	13.84%	0.85	3.43%	0.88	0.5264	60.62%
Auto & Truck	19	0.96	128.04%	8.01%	0.44	6.94%	0.47	0.5315	33.71%
Auto Parts	65	1.29	32.91%	9.64%	0.99	8.65%	1.08	0.5060	55.06%
Bank (Money Center)	9	1.11	216.41%	25.82%	0.43	9.98%	0.47	0.1576	32.77%
Banks (Regional)	644	0.51	78.59%	24.11%	0.32	11.86%	0.36	0.1768	28.93%
Beverage (Alcoholic)	22	0.94	18.25%	11.28%	0.81	1.29%	0.82	0.5431	58.51%
Beverage (Soft)	43	1.15	22.98%	5.97%	0.95	4.20%	0.99	0.6125	54.55%
Broadcasting	29	1.29	94.73%	21.20%	0.74	1.90%	0.75	0.4036	47.22%
Brokerage & Investment Banking	42	1.35	285.54%	18.15%	0.40	11.33%	0.46	0.3991	48.05%
Building Materials	39	1.18	33.15%	22.43%	0.94	4.47%	0.98	0.3619	44.27%
Business & Consumer Services	159	1.19	35.33%	13.76%	0.91	4.04%	0.95	0.5041	50.13%
Cable TV	19	1.23	49.61%	17.19%	0.87	1.41%	0.89	0.4384	41.58%
Chemical (Basic)	42	1.17	61.95%	8.24%	0.74	7.73%	0.81	0.5278	54.20%
Chemical (Diversified)	9	1.55	38.27%	18.35%	1.18	6.35%	1.27	0.4231	40.56%
Chemical (Specialty)	104	1.25	31.38%	8.45%	0.97	4.49%	1.01	0.4718	50.43%
Coal & Related Energy	38	1.49	312.08%	0.95%	0.36	6.03%	0.39	0.7400	86.78%
Computer Services	118	1.17	28.87%	12.84%	0.94	6.44%	1.00	0.5040	51.74%
Computers/Peripherals	64	1.33	18.65%	5.48%	1.13	7.38%	1.22	0.4964	63.91%
Construction Supplies	52	1.65	59.08%	17.00%	1.11	6.14%	1.18	0.4072	42.41%
Diversified	26	1.01	55.72%	15.20%	0.68	6.92%	0.74	0.3935	27.37%
Drugs (Biotechnology)	411	1.28	14.29%	1.80%	1.12	5.92%	1.19	0.5788	88.89%
Drugs (Pharmaceutical)	157	1.02	13.01%	3.90%	0.90	3.71%	0.94	0.5688	77.30%
Education	40	1.05	46.24%	12.05%	0.75	12.90%	0.86	0.5333	59.62%
Electrical Equipment	120	1.15	21.91%	6.58%	0.95	7.40%	1.03	0.6246	71.04%
Electronics (Consumer & Office)	25	1.23	14.81%	9.71%	1.09	6.76%	1.16	0.5600	63.42%
Electronics (General)	167	1.03	19.79%	9.47%	0.87	11.28%	0.98	0.4592	59.34%
Engineering/Construction	51	1.32	41.91%	11.63%	0.96	9.84%	1.07	0.5027	57.02%
Entertainment	84	1.21	29.94%	3.25%	0.94	3.85%	0.98	0.6763	63.16%
...									
Total Market	7480	1.13	71.49%	10.95%	0.69	4.81%	0.73	0.4681	51.65%

Last Updated in January 2016

By Aswath Damodaran

ANEXO C – Prémio de Risco Tabela Damodaran

<i>Country</i>		<i>Moody's rating</i>	<i>Rating-based Default Spread</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>	<i>CDS Default Spread (net of US)</i>	<i>Total Equity Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.56%	7.03%	0.78%	1.29%	8.06%	1.81%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	5.05%	13.32%	7.07%	NA	NA	NA
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa3	2.47%	9.71%	3.46%	NA	NA	NA
Angola	Africa	B1	5.05%	13.32%	7.07%	NA	NA	NA
Argentina	Central and South America	B3	7.29%	16.46%	10.21%	4.95%	13.18%	6.93%
Armenia	Eastern Europe & Russia	B1	5.05%	13.32%	7.07%	NA	NA	NA
Aruba	Caribbean	Baa1	1.79%	8.76%	2.51%	NA	NA	NA
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%	0.65%	7.16%	0.91%
Austria	Western Europe	Aa1	0.45%	6.88%	0.63%	0.63%	7.13%	0.88%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.80%	10.17%	3.92%	NA	NA	NA
Bahamas	Caribbean	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%	NA	NA	NA
Bahrain	Middle East	Ba2	3.37%	10.97%	4.72%	4.37%	12.37%	6.12%
Bangladesh	Asia	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%	NA	NA	NA
Barbados	Caribbean	Caa1	8.41%	18.02%	11.77%	NA	NA	NA
Belarus	Eastern Europe & Russia	Caa1	8.41%	18.02%	11.77%	NA	NA	NA
Belgium	Western Europe	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%	0.89%	7.50%	1.25%
Belize	Central and South America	Caa2	10.10%	20.39%	14.14%	NA	NA	NA
Bermuda	Caribbean	A2	0.95%	7.58%	1.33%	NA	NA	NA
Bolivia	Central and South America	Ba3	4.04%	11.91%	5.66%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	7.29%	16.46%	10.21%	NA	NA	NA
Botswana	Africa	A2	0.95%	7.58%	1.33%	NA	NA	NA
Brazil	Central and South America	Ba2	3.37%	10.97%	4.72%	3.94%	11.77%	5.52%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%	2.06%	9.13%	2.88%
Burkina Faso	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%	NA	NA	NA
Cambodia	Asia	B2	6.17%	14.89%	8.64%	NA	NA	NA
Cameroon	Africa	B2	6.17%	14.89%	8.64%	NA	NA	NA
Canada	North America	Aaa	0.00%	6.25%	0.00%	NA	NA	NA
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%	NA	NA	NA
Cape Verde	Africa	B2	6.17%	14.89%	8.64%	NA	NA	NA
Chile	Central and South America	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%	1.37%	8.17%	1.92%
China	Asia	Aa3	0.68%	7.20%	0.95%	1.66%	8.57%	2.32%
Colombia	Central and South America	Baa2	2.13%	9.23%	2.98%	2.77%	10.13%	3.88%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	B3	7.29%	16.46%	10.21%	NA	NA	NA

ANEXO D – Taxa de Crescimento do PIB

Ano	Valor (milhões)	%
2000	72.382	6,3%
2001	76.912	4,9%
2002	79.597	3,9%
2003	87.090	4,6%
2004	90.811	5,3%
2005	96.690	8,0%
2006	108.722	9,5%
2007	121.973	12,2%
2008	134.698	6,7%
2009	135.880	-1,3%
2010	138.570	1,5%
2011	147.924	4,0%
2012	150.351	1,1%
2013	153.723	0,8%
2014	156.378	1,9%
2015	159.404	1,5%

Fonte: INE

Dados de 2014 e 2015 são estimativas das contas nacionais trimestrais do INE.

ANEXO E – Balanço Histórico e Previsional da EMPROFAC

RUBRICAS	Histórico			Previsional				
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ACTIVO								
Activo não corrente								
Activos fixos tangíveis								
Terrenos e recursos naturais	17.647	17.647	17.647	17.647	17.647	17.647	17.647	17.647
Edifícios e outras construções	73.730	123.254	132.876	254.286	244.115	234.350	224.976	215.977
Equipamento básico	3.011	5.211	4.909	21.828	18.511	15.841	15.984	15.976
Equipamento de transporte	10.127	7.964	8.046	10.545	8.858	7.441	6.250	10.250
Equipamento administrativo	8.004	14.052	12.038	10.594	9.322	8.204	7.219	6.353
Outros activos fixos tangíveis	3.132	1.131	776	667	507	480	480	480
Activos intangíveis								
Programas de computador	0	402	1.785	3.685	5.385	4.308	3.446	2.757
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial	122.666	126.799	138.498	152.154	158.677	165.595	173.206	181.557
Outros activos financeiros	6.898	3.449	1.724	1.724	1.724	1.724	1.724	1.724
Outras contas a receber	1.809	840	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180	1.180
Total do activo não corrente	247.025	300.749	319.480	474.310	465.926	456.769	452.113	453.901
Activo corrente								
Inventários								
Mercadorias	511.909	496.873	419.213	427.522	433.128	441.795	453.703	462.777
Clientes	451.400	555.826	596.827	609.440	621.640	634.080	646.762	659.697
Adiantamentos a fornecedores	3.094	1.387	1.376	1.338	1.290	1.256	1.190	1.102
Estado e outros entes públicos	28.114	38.561	40.106	23.586	24.765	27.242	26.734	25.765
Outras contas a receber	10.659	7.883	7.584	7.560	7.320	7.280	7.150	7.009
Diferimentos	0	473	515	0	0	0	0	0
Outros activos financeiros	0	1.725	1.724	1.725	1.725	0	0	0
Caixa e depósitos bancários	275.694	258.814	539.189	431.351	345.082	276.064	248.457	223.612
Total do activo corrente	1.280.872	1.361.542	1.606.534	1.502.522	1.434.950	1.387.717	1.383.996	1.379.962
Total do activo	1.527.896	1.662.290	1.926.013	1.976.832	1.900.875	1.844.487	1.836.109	1.833.864
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO								
Capital próprio								
Capital realizado	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Reservas legais	84.333	84.333	84.333	84.333	84.333	84.333	84.333	84.333
Outras reservas	304.125	326.021	375.263	502.945	542.044	286.364	451.013	247.893
Ajustamentos em activos financeiros	131.647	131.647	135.781	149.436	155.959	162.877	170.488	178.839
Resultado líquido do período	109.481	129.114	152.924	122.198	127.364	133.201	139.101	145.087
Total do capital próprio	829.586	871.115	948.301	1.058.912	1.109.700	866.776	1.044.934	856.152
PASSIVO								
Passivo não corrente								
Provisões	4.092	8.471	8.471	8.471	8.471	8.471	8.471	8.471
Estado e outros entes públicos			15.861	0	0	0	0	0
Financiamentos obtidos			133.333	133.333	100.000	66.666	33.333	
Total do passivo não corrente	4.092	8.471	157.665	141.804	108.471	75.137	41.804	8.471
Passivo corrente								
Fornecedores	134.947	129.981	148.424	151.363	153.346	156.413	160.636	163.848
Adiantamentos de clientes	3.032	2.204	3.622	3.499	3.323	3.120	3.090	2.970
Estado e outros entes públicos	41.949	47.586	36.434	32.992	39.415	42.916	40.595	42.078
Accionistas/sócios	495.628	583.213	598.201	570.201	456.161	364.929	291.943	233.554
Financiamentos obtidos			16.667	0	0	0	0	0
Outras contas a pagar	18.662	19.721	16.699	18.061	17.546	18.064	17.890	17.550
Total do passivo corrente	694.218	782.704	820.047	776.116	669.791	585.441	514.154	460.001
Total do passivo	698.310	791.175	977.712	917.920	791.175	977.712	791.175	977.712
Total do capital próprio e do passivo	1.527.896	1.662.291	1.926.013	1.976.832	1.900.875	1.844.487	1.836.109	1.833.864

milhares de ECV

ANEXO F – Demonstração de Resultados Histórica e Previsional da EMPROFAC

RÚBRICAS	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Vendas	1.411.996	1.446.037	1.485.495	1.523.600	1.554.100	1.585.200	1.616.904	1.649.242
Ganhos/Perdas	-4.981	4.133	13.699	19.507	13.046	13.837	15.221	16.703
Custos com Mercadorias	1.052.843	1.034.775	1.075.232	1.127.464	1.150.034	1.173.048	1.196.509	1.220.439
Resultado Operacional	354.172	415.395	423.962	415.643	417.112	425.989	435.616	445.506
FSE	65.325	62.638	64.084	65.045	66.021	67.011	68.016	69.037
VAB	288.847	352.757	359.878	350.598	351.092	358.978	367.599	376.469
Gastos com Pessoal	85.217	94.996	97.035	103.373	108.670	113.100	116.493	119.988
Ajustamentos de Inventários	18.776	37.845	31.754	31.754	25.403	24.900	24.900	24.900
Imparidades de Dívidas	0	1.545	0	0	0	0	0	0
Provisões	4.092	4.379	0			0	0	0
Outros Rendimentos e Ganhos	7.679	2.161	4.241	2.779	4.215	4.215	4.215	4.215
Outros Gastos e Perdas	-34.253	-41.367	-28.520	-34.275	-33.900	-32.300	-32.300	-32.300
EBITDA	154.188	174.786	206.810	183.975	187.334	192.893	198.121	203.496
Gastos de Depreciação e Amortizações	12.867	11.575	13.865	19.992	19.192	18.424	17.687	16.980
EBIT	141.321	163.211	192.945	163.983	168.142	174.469	180.434	186.516
Juros e Ganhos Similares e Obtidos	8.078	9.557	8.543	7.540	8.885	8.441	8.441	8.441
Juros e Perdas Similares Suportados		0	0	8.592	7.208	5.308	3.408	1.508
RAI	149.399	172.768	201.488	162.931	169.819	177.602	185.467	193.449
Imposto sobre Lucros	39.918	43.653	48.563	40.733	42.455	44.400	46.367	48.362
Resultados Líquidos	109.481	129.115	152.925	122.198	127.364	133.201	139.101	145.087

milhares de ECV

ANEXO G – Projecção do Investimento em Fundo de Maneio da EMPROFAC

Rúbricas	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
Necessidades Cíclicas								
Existências	511.909	496.873	419.213	427.522	433.128	441.795	453.703	462.777
Clientes	451.400	555.826	596.827	609.440	621.640	634.080	646.762	659.697
Adiantamentos a fornecedores	3.094	1.387	1.376	1.338	1.290	1.256	1.190	1.102
Estado e outros entes públicos	28.114	38.561	40.106	23.586	24.765	27.242	26.734	25.765
Outras contas a receber	10.659	7.883	7.584	7.560	7.320	7.280	7.150	7.009
Diferimentos	0	473	515	0	0	0	0	0
Outros activos financeiros	0	1.725	1.725	1.725	1.725	0	0	0
Total Necessidades	1.005.177	1.102.727	1.067.346	1.071.171	1.089.868	1.111.653	1.135.539	1.156.350
Recursos Cíclicos								
Fornecedores	134.947	129.981	148.424	151.363	153.346	156.413	160.636	163.848
Adiantamentos de clientes	3.032	2.204	3.622	3.499	3.323	3.120	3.090	2.970
Estado e outros entes públicos	41.949	47.586	36.434	32.992	39.415	42.916	40.595	42.078
Financiamentos obtidos			16.667	0	0	0	0	0
Outras contas a pagar	18.662	19.721	16.699	18.061	17.546	18.064	17.890	17.550
Total Recursos	198.590	199.491	221.845	205.915	213.630	220.513	222.211	226.446
Necessidades de Fundo de Maneio	806.587	903.236	845.500	865.256	876.238	891.141	913.328	929.904
INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO		96.649	-57.736	19.756	10.982	14.902	22.188	16.576

milhares de ECV

ANEXO H – Balanço Histórico e Previsional da INPHARMA

RUBRICAS	Histórico			Previsional				
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ACTIVO								
Activo não corrente								
Activos fixos tangíveis								
Terrenos e recursos naturais	2 226	2 226	2 226	2 226	2 226	2 226	2 226	2 226
Edifícios e outras construções	181 849	169 978	158 106	154 782	148 710	142 882	137 287	131 915
Equipamento básico	21 493	20 642	21 152	30 652	40 152	49 652	59 152	68 652
Equipamento de transporte	4 375	2 943	4 684	4 567	4 453	4 341	4 233	4 127
Equipamento administrativo	7 205	6 067	5 518	5 380	5 246	5 114	4 987	4 862
Outros activos fixos tangíveis	492	370	373	354	337	320	304	289
Outros activos intangíveis	8 905	5 560	982	1 400	1 190	1 012	860	731
Participações financeiras - metodo da equivalencia patrimonial		31 867	855					
Participações financeiras - outros metodos	31 984	-	-					
Activos por impostos diferidos	4 241	3 135	3 135	3 135	3 135	3 135	3 135	3 135
total do activo não corrente	262 770	242 788	197 031	202 496	205 448	208 682	212 183	215 937
Activo corrente								
inventarios								
Mercadorias	3 644	63 619	27 999	31 754	34 930	38 422	42 264	46 491
Produtos acabados e intermedios	40 905	30 643	26 214	33 414	36 755	40 431	44 474	48 921
Produtos e trabalhos em curso	3 804	374	2 325	2 168	2 168	2 168	2 168	2 168
Matérias-primas, subsidiárias e de consumo	55 138	63 953	47 621	55 571	58 886	59 683	61 647	62 006
Clientes	194 463	178 987	154 488	169 937	178 434	187 355	196 723	206 559
Adiantamentos a fornecedores	1 900	2 616	546	511	490	425	370	316
Estado e outros entes publicos	20 836	31 039	34 123	12 212	12 578	12 956	13 344	13 745
Outras contas a-receber	2 293	5 158	1 534	1 611	1 691	1 776	1 865	1 958
Diferimentos	1 430	285	845	803	763	724	688	654
Caixa e depositos bancarios	13 481	17 812	66 814	33 407	20 712	16 570	16 736	16 902
Total do activo-corrente	337 894	394 486	362 509	341 387	347 408	360 510	380 279	399 720
Total do activo	600 664	637 274	559 540	543 883	552 856	569 192	592 462	615 657
CAPITAL PROPRIO E PASSIVO								
Capital proprio								
Capital realizado	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Reservas legais	20 673	20 673	20 673	20 673	20 673	20 673	20 673	20 673
Outras reservas	214 256	214 256	191 325	159 541	220 231	267 488	314 933	326 115
Resultados transitados	(15 811)	(28 265)	-					
Resultado liquido do periodo	(12 454)	10 332	34 248	48 768	32 616	34 592	38 052	41 757
Total do capital proprio	306 664	316 996	346 246	328 982	373 520	422 753	473 658	488 545
PASSIVO								
Passivo nao corrente								
Financiamentos obtidos	186 716	151 137	119 871	107 011	71 195	33 949		
Total do passivo não corrente	186 716	151 137	119 871	107 011	71 195	33 949		
Passivo corrente								
Fornecedores	45 171	112 378	36 712	42 219	48 552	55 834	64 210	73 841
Adiantamentos de clientes	44	2 633	2 684	2 818	2 846	2 875	2 904	2 933
Estado e outros entes publicos	5 376	5 224	13 960	31 651	31 018	32 569	34 197	35 907
Financiamentos obtidos	46 937	38 673	31 266	26 576	21 792	17 870	14 653	12 016
Outras contas a pagar	9 756	6 646	5 442	4 626	3 932	3 342	2 841	2 415
Diferimentos		3 586	3 359					
Total do passivo corrente	107 284	169 141	93 423	107 890	108 141	112 490	118 804	127 112
Total do passivo	294 000	320 278	213 294	214 901	179 336	146 439	118 804	127 112
Total do capital próprio e do passivo	600 664	637 274	559 540	543 883	552 856	569 192	592 462	615 657

milhares de ECV

ANEXO I – Demonstração de Resultados Histórica e Previsional da INPHARMA

RÚBRICAS	2013	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Vendas	397.049	378.506	379.141	452.393	418.962	427.341	435.888	444.606
Ganhos/perdas imputadas de subsidiárias	-3.970							
Variação nos inventários de produção	-6.604	-4.827	2.732					
Custos com Mercadorias	163.083	149.367	150.525	203.577	188.533	192.304	196.150	200.073
Resultado Operacional	223.392	224.312	231.348	248.816	230.429	235.038	239.738	244.533
FSE	71.009	63.897	57.830	58.274	59.439	60.628	61.841	63.078
VAB	152.383	160.415	173.518	190.542	170.990	174.409	177.898	181.456
Gastos com Pessoal	95.375	90.655	85.542	80.331	81.938	83.576	85.248	86.953
Ajustamentos de Inventários	16.949	3.565	3.225	3.395	3.056	2.750	2.475	2.227
Imparidades de Dívidas	22.583	566	1.522	1.094	985	886	797	718
Aumentos/reduções de justo valor	439	117	0	0				
Provisões								
Outros Rendimentos e Ganhos	23.438	4.098	9.682	3.776	3.852	3.929	4.007	4.087
Outros Gastos e Perdas	10.870	8.415	8.760	9.348	9.815	10.306	10.821	11.363
EBITDA	29.605	61.195	84.151	100.150	79.048	80.819	82.563	84.282
Gastos de Depreciação e Amortizações	32.495	32.326	26.929	23.827	26.973	28.939	28.626	28.606
EBIT	-2.890	28.869	57.222	76.323	52.075	51.880	53.937	55.676
Juros e Ganhos Similares e Obtidos								
Juros e Perdas Similares Suportados	13.475	16.976	13.293	11.299	8.587	5.757	3.201	
RAI	-16.365	11.893	43.929	65.024	43.488	46.123	50.736	55.676
Imposto sobre Lucros	3.911	1.561	9.706	16.256	10.872	11.531	12.684	13.919
Resultados Líquidos	-12.454	10.332	34.223	48.768	32.616	34.592	38.052	41.757

milhares de ECV