



**JOSUÉ LINS E SILVA**

**AVALIAÇÃO ECONÔMICA DOS INCENTIVOS FISCAIS E  
FINANCEIROS: Uma análise das Empresas Industriais Têxteis localizadas  
no Rio Grande do Norte, no período de 1999 a 2003**

**Natal-RN**

**2005**

**JOSUÉ LINS E SILVA**

**AVALIAÇÃO ECONÔMICA DOS INCENTIVOS FISCAIS E  
FINANCEIROS: Uma análise das Empresas Industriais Têxteis localizadas  
no Rio Grande do Norte, no período de 1999 a 2003**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

**Natal-RN**

**2005**

Silva, Josué Lins e  
Avaliação Econômica dos Incentivos Fiscais e  
Financeiros: Uma análise das Empresas Industriais  
Têxteis localizadas no Rio Grande do Norte, no período  
de 1999 a 2003 / Josué Lins e Silva, Natal, UFRN, 2005.  
105 p.

Dissertação – Mestrado  
Bibliografia

1. Avaliação Econômica.
2. Fluxo de Caixa Descontado.
3. Incentivos Fiscais.
4. Incentivos Financeiros.
5. Decisão de investimentos..

**JOSUÉ LINS E SILVA**

**AVALIAÇÃO ECONÔMICA DOS INCENTIVOS FISCAIS E  
FINANCEIROS: Uma análise das Empresas Industriais Têxteis localizadas  
no Rio Grande do Norte, no período de 1999 a 2003**

Dissertação submetida, como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Universidade de Brasília (UnB), da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), à seguinte comissão examinadora:

**Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva**

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
UnB, UFPB, UFPE e UFRN - Orientador

**Professora Doutora Márcia Martins Mendes De Luca**

Universidade Federal do Ceará – UFC - Examinador Externo

**Professor Doutor José Dionísio Gomes da Silva**

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da  
UnB, UFPB, UFPE e UFRN - Examinador Interno

**Natal, 29 de agosto de 2005.**

À minha mãe, Maria da Conceição Barbosa Lins e Silva (*in memoriam*), como reconhecimento de sua trajetória de vida repleta de dedicação e realizações que, a princípio, seriam impossíveis, não fosse sua determinação e coragem.

## AGRADECIMENTOS

A Deus, por dar-me força, coragem e sabedoria para superar as dificuldades encontradas.

Aos meus pais, Djalma e Conceição (*in memoriam*) pelo exemplo de superação de vida e alcance de objetivos, um exemplo para todos.

Aos meus irmãos: Geraldo, Eliane, Elisabeth, Luiz Gonzaga, Fernando e, em especial, a Elisa e José, sem o apoio dos quais, no início da carreira, talvez esse sonho atual não se tornasse uma realidade.

Em especial, à minha esposa, Kênia, pelo incentivo e compreensão nos momentos difíceis de ausência durante esta jornada, fundamental para conclusão desse projeto de vida.

Aos meus filhos, Felipe e Rodrigo, fonte de muitas alegrias e surpresas agradáveis; a cada novo dia, esperança de ficarmos, em pouco tempo, mais próximos como melhores amigos que somos e, quem sabe orgulhosamente, colegas de profissão.

Ao meu orientador, Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva, pessoa íntegra, justa, exemplo a ser seguido profissionalmente, pelas grandes contribuições dadas a este trabalho, tornando-o mais grandioso.

À professora Doutora Márcia Martins Mendes De Luca e ao Professor Doutor José Dionísio Gomes da Silva pelas observações e críticas, quando da defesa da dissertação, as quais foram fundamentais para o enriquecimento deste trabalho.

Ao Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, da UnB, UFPB, UFPE e UFRN, pela oportunidade de crescimento profissional. Aos professores, pelos ensinamentos e atenção dispensados durante o curso, em especial: Dr. Jorge Katsumi Niyama; Dr. César Augusto Tibúrcio Silva; Dr. José Dionísio Gomes da Silva; Dra. Aneide Oliveira Araújo; Dr. Luiz Carlos Miranda; Dr. Jorge Expedito de Gusmão Lopes; Dr. Josenildo dos Santos; Dr. Marcos Túlio C. Vasconcelos; Dr. Vitor Branco de Holanda.

A Ridan Borges, sempre presente nos bons e, principalmente, nos momentos mais tensos desta caminhada.

Ao Professor Doutor Jorge Katsumi Niyama, pelo exemplo de dedicação pessoal e profissional ao programa de Mestrado.

Aos colegas da turma, em especial João Ricardo, Josedilton Diniz, Mamdou Dieng, Francisco Marcelo, com os quais aprendi muito.

Finalmente, a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização desta dissertação.

## RESUMO

Este estudo tem como objetivo principal verificar o efeito dos incentivos fiscais e financeiros concedidos pelos Estados brasileiros, em especial a redução de ICMS, na decisão de investimento das entidades, que tem, nos últimos anos, levado as empresas a decidirem seus novos projetos em função da região que tiver melhor infra-estrutura, além de menor gasto tributário. Para tanto, foi efetuada a avaliação econômica das empresas, com foco na ótica do beneficiário, utilizando-se uma adaptação do método de Fluxo de Caixa Descontado, para mensurar o impacto dos incentivos fiscais no valor das empresas, sendo selecionado o segmento da indústria têxtil, localizado no Estado do Rio Grande do Norte, Brasil. Os resultados encontrados indicam que tais incentivos provocam acréscimo no valor das empresas, entretanto a inexistência de incentivos não seria suficiente para que a decisão de investimento no Rio Grande do Norte fosse negativa. A menor diferença entre o valor com e sem incentivo observada foi de 8,9%, a maior foi 31,7% e a média de agregação de valor com o incentivo fiscal foi de 18,9%.

Palavras-chave: Avaliação Econômica. Fluxo de Caixa Descontado. Incentivos Fiscais. Incentivos Financeiros. Decisão de Investimentos.

## **ABSTRACT**

This study has as main objective to verify the effect of the tax and financial incentives granted by the Brazilian states, specially in the reduction of ICMS on the investment decision of the entities, which in the last years led to the companies to decide new projects in based on the region that presented the better infrastructure beyond lesser tributary expense. For in such was made an economic valuation of the companies with focus in the beneficiary's optics using an adaptation of the Discounted Cash Flow method to measure the impact of the tax incentives in the value of the companies, this study selected the textile industry segment located in the State of Rio Grande do Norte, Brazil. The results indicated that such incentives created addition in the value of the companies, however the inexistence of incentives would not be enough to a negative decision of investment in the Rio Grande do Norte. The smallest difference between the value with and without incentive observed was 8.9%, and the biggest 31.7%, and the average of value aggregation with the tax incentives represented 18.9%.

**Key-Words:** Economic Valuation. Discounted Cash Flow. Tax Incentives. Financial Incentives. Investment Decisions.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Espectativas de fluxos de caixa a valor presente.....	28
--	----

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Práticas de renúncias fiscais em alguns países .....	16
Quadro 2 – Valor presente do fluxo de caixa da empresa .....	27
Quadro 3 – Relação entre Tipo de Fluxo de Caixa e a Taxa de Desconto .....	30
Quadro 4 – Incentivos Fiscais e Financeiros do Estado .....	35

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo Incentivos / mês de janeiro de 2005 .....	40
Tabela 2 – Evolução do Patrimônio Líquido - R\$ mil .....	43
Tabela 3 – Evolução do Patrimônio Líquido - em % .....	43
Tabela 4 – Receita das Empresas 2002 x 2003 - R\$ mil .....	44
Tabela 5 – Tributos sobre vendas .....	45
Tabela 6 – Cálculo do Percentual de Incentivos – 2000 a 2003.....	47
Tabela 7 – Receita x CMV – 2003 .....	47
Tabela 8 – Despesas Gerais - Cenário I .....	48
Tabela 9 – Despesas Gerais - Cenário II .....	48
Tabela 10 – Despesas Gerais – Cenário III .....	48
Tabela 11 – Saldo do imobilizado e diferido – 31/dezembro de cada ano – R\$ mil.....	49
Tabela 12 – Despesa de depreciação e amortização, conforme DOAR – R\$ mil.....	49
Tabela 13 – Depreciações e amortizações em relação ao saldo de balanço.....	49
Tabela 14 – Beta - Dezembro/2003 - 60 MESES .....	50
Tabela 15 – Guararapes – em R\$ mil – 31/12 de cada ano .....	51
Tabela 16 – Guararapes - em R\$ mil – 31/12 de cada ano.....	52
Tabela 17 – Balanço Patrimonial Reclassificado – Guararapes em R\$ mil – em 31/12 de cada ano .....	52
Tabela 18 – Guararapes - Demonstração do Resultado - Cenário I - R\$ mil.....	54
Tabela 19 – Guararapes - Demonstração do Resultado - Cenário II - R\$ mil.....	55
Tabela 20 – Guararapes - Demonstração do Resultado - Cenário III - R\$ mil .....	56
Tabela 21 – Guararapes - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil .....	57
Tabela 22 – Guararapes - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil.....	58
Tabela 23 – Guararapes Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil.....	59

Tabela 24 – Guararapes - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM:.....	60
Tabela 25 – Guararapes - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil.....	61
Tabela 26 – Resultados do Estudo - Valores em Reais mil.....	64

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADENE	Agência de Desenvolvimento do Nordeste
AGN	Agência para Desenvolvimento do Rio Grande do Norte
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDI	Certificado de Depósitos Interfinanceiros
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CSSL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCF	Discounted Cash Flow
FIERN	Federação das Indústrias do Rio Grande do Norte
FINAM	Fundo de Investimentos da Amazônia
FINOR	Fundo de Investimentos do Nordeste
IBOVESPA	Índice Bovespa
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços de Transportes e Comunicação
IPTU	Imposto Predial e Territorial Urbano
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
ISS	Imposto Sobre Serviços
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIS	Programa de Integração Social
PROADI	Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial do Rio Grande do Norte
SEDEC	Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico
SUDENE	Superintendência para o Desenvolvimento do Nordeste
WACC	Weighted average Cost of Capital

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>14</b>
<b>1.1</b>	<b>Objetivos</b> .....	<b>18</b>
<b>1.2</b>	<b>Metodologia da Pesquisa</b> .....	<b>18</b>
<b>1.3</b>	<b>Delimitação da Pesquisa</b> .....	<b>19</b>
<b>1.4</b>	<b>Estrutura do Trabalho</b> .....	<b>20</b>
<b>2</b>	<b>AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E INCENTIVO FISCAL</b> .....	<b>21</b>
<b>2.1</b>	<b>Métodos de Avaliação</b> .....	<b>22</b>
<b>2.2</b>	<b>O Fluxo de Caixa Descontado</b> .....	<b>25</b>
<b>2.3</b>	<b>Incentivo Fiscal e Financeiro</b> .....	<b>30</b>
<b>2.4</b>	<b>Impacto dos Incentivos Fiscais e Financeiros na Avaliação da Empresa</b> .....	<b>32</b>
<b>3</b>	<b>AMOSTRA UTILIZADA E ASPECTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>36</b>
<b>3.1</b>	<b>PROADI</b> .....	<b>37</b>
<b>3.2</b>	<b>Amostra Utilizada</b> .....	<b>40</b>
<b>3.3</b>	<b>Metodologia</b> .....	<b>42</b>
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>51</b>
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>65</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>67</b>
	<b>APÊNDICES</b> .....	<b>70</b>
	APÊNDICE A - Vicunha - Demonstração do Resultado - R\$ mil.....	71
	APÊNDICE B - Vicunha - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil.....	72
	APÊNDICE C - Vicunha - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil.....	73
	APÊNDICE D - Vicunha-Demonstração do Resultado - Cenário I - R\$ mil.....	74
	APÊNDICE E - Vicunha-Demonstração do Resultado - Cenário II - R\$ mil .....	75
	APÊNDICE F - Vicunha-Demonstração do Resultado - Cenário III - R\$ mil.....	76
	APÊNDICE G - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil.....	77
	APÊNDICE H - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil .....	78
	APÊNDICE I - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil .....	79
	APÊNDICE J - Vicunha - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM .....	80
	APÊNDICE K - Vicunha - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil.....	81

APÊNDICE L - Coteminas - Demonstração do Resultado - R\$ mil .....	82
APÊNDICE M - Coteminas - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil .....	83
APÊNDICE N - Coteminas - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil .....	84
APÊNDICE O - Coteminas - Demonstração do Resultado - Cenário I - R\$ mil .....	85
APÊNDICE P - Coteminas - Demonstração do Resultado - Cenário II - R\$ mil.....	86
APÊNDICE Q - Coteminas - Demonstração do Resultado - Cenário III - R\$ mil .....	87
APÊNDICE R - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil .....	88
APÊNDICE S - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil.....	89
APÊNDICE T - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil .....	90
APÊNDICE U - Coteminas - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM.....	91
APÊNDICE V - Coteminas - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil .....	92
APÊNDICE W - Empresa Ltda - Demonstração do Resultado - R\$ mil .....	93
APÊNDICE X - Empresa Ltda - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil .....	94
APÊNDICE Y - Empresa Ltda - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil .....	95
APÊNDICE Z - Empresa Ltda - Demonstração do Resultado - Cenário I - R\$ mil.....	96
APÊNDICE AA - Empresa Ltda - Demonstração do Resultado - Cenário II - R\$ mil .....	97
APÊNDICE BB - Empresa Ltda - Demonstração do Resultado - Cenário III - R\$ mil .....	98
APÊNDICE CC - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil .....	99
APÊNDICE DD - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil.....	100
APÊNDICE EE - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil ....	101
APÊNDICE FF - Empresa Ltda - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM.	102
APÊNDICE GG - Empresa Ltda - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil.....	103
<b>ANEXOS .....</b>	<b>104</b>
ANEXO A - Leis Estaduais Reativas ao PROADI.....	105

## 1 INTRODUÇÃO

Uma das ferramentas de aumento de competitividade utilizada pelas empresas é os incentivos fiscais e financeiros concedidos pelos Governos. No Brasil, destacam-se os seguintes incentivos: isenção de Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) e redução de Imposto Sobre Serviço (ISS), concedido pelos municípios; redução de Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), concedido pelos Estados, onde é financiada parte do ICMS, devido a juros subsidiados, sendo, em geral, concedido desconto de parte do valor financiado no vencimento; e redução de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), concedido pelo Governo Federal, através da antiga Superintendência para Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE), atual Agência de Desenvolvimento do Nordeste (ADENE) para as empresas instaladas na região Nordeste, visando ao fomento do desenvolvimento dessas regiões menos favorecidas, pelo Governo, dentre outros.

Essas ofertas têm levado as empresas a decidirem a localidade de seus empreendimentos nas regiões que, além de oferecerem melhor infra-estrutura, também propiciam menores gastos tributários. Em outras palavras, a questão tributária também tem sido considerada nas decisões de investimento de capital das entidades, uma vez que implicam uma possível redução de custo e melhoria da viabilidade do empreendimento. Esses incentivos, além de tornarem as empresas mais competitivas, têm impacto no valor das empresas. Em 2004, por exemplo, a imprensa noticiou que o incentivo fiscal garante metade do lucro da Grendene, importante produtor brasileiro de calçados (ADACHI, 2004).

A questão dos incentivos fiscais pode ser estudada sob dois aspectos: a ótica da concedente e a ótica do beneficiário. Considerando a concessão de um incentivo fiscal para a instalação de uma determinada indústria, num espaço geográfico previamente determinado, a ótica da concedente, o poder público, preocupa-se com a análise dos benefícios sociais

advindos com o investimento *vis-a-vis* a renúncia fiscal. A ótica do beneficiário deve-se determinar a atratividade da inversão a ser realizada com esse projeto.

A importância da ótica do governo tem sido reconhecida pela literatura e por organismos internacionais. Segundo o Fundo Monetário Internacional (2001) apud Bordin (2003), a divulgação da renúncia fiscal é um dos requisitos básicos da transparência fiscal. De acordo com Bordin (2003), a Alemanha e os Estados Unidos foram os primeiros países a divulgar informações sobre as renúncias fiscais. Atualmente, a declaração de renúncia é exigida em pelo menos nove países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE): Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Espanha, Estados Unidos, França, Grécia e Portugal. O Quadro 1 apresenta algumas práticas de renúncias fiscais e de gastos tributários em diversos países.

Esse projeto centra foco na ótica do beneficiário, procurando determinar como a renúncia fiscal pelo poder público interfere no valor de uma empresa. A existência de uma renúncia fiscal implica uma alteração na equação financeira do lucro. Isso significa dizer que um produto terá sua equação de rentabilidade, definida pela relação entre o seu preço de venda e o custo de produção, alterada. Como o preço de venda é geralmente exógeno, ditado pelo mercado, a existência de renúncia fiscal interfere diretamente nos custos. Isso pode fazer com que um produto possa ser viável, em decorrência da “redução” dos seus custos.

Desse modo, sob a ótica do beneficiário, a decisão de obtenção de benefício fiscal afeta o processo decisório, já que optar por um investimento numa empresa passa também pelos incentivos fiscais locais oferecidos pelos governos. Downing (2004) afirma que atualmente uma elevada proporção das decisões de investimento e sua localização são influenciadas por forma de incentivos de impostos ou financiamentos, por parte do setor público, tais como: abatimento de imposto de propriedade; financiamento em decorrência do aumento de impostos; créditos tributários; investimentos de infra-estrutura; recursos para

treinamento de mão-de-obra, e redução nos preços de utilidades, fornecidos por empresas públicas, entre outros. Ainda, segundo Downing (2004), é provável que a utilização desses incentivos fiscais e financeiros por parte do setor público, visando atrair e manter negócio, continue crescendo no tempo, em decorrência do interesse em gerar trabalho e renda.

<b>País e Início</b>	<b>Abrangência</b>	<b>Conteúdo</b>	<b>Classificação</b>	<b>Quantificação</b>	<b>Medida</b>
Austrália 1981	Impostos federais: Renda, vendas e folha de pagamento	160 itens de gastos tributários e descrição dos objetivos	Por função	Periódica e sem agregação	Misto: perdas e ganhos de receita. Regime de competência
Áustria 1979	Impostos Federais	Detalhada análise dos principais subsídios e relações com as despesas	Por tipo de imposto, função e beneficiário	Anual e com agregação	Perda de receita, regime de competência
Canadá 1979	Impostos Federais: renda, vendas e específicos	220 itens de gastos tributários e descrição das principais medidas	Por objetivo, beneficiário e imposto	Periódica e sem agregação	Perda de receita, regime de competência
França 1981	Impostos diretos e indiretos	350 itens de gastos tributários e análises descritiva das principais medidas	Por objetivo, beneficiário e imposto	Anual e com agregação	Ganho de receita, regime de caixa
Alemanha 1959	Todos os impostos federais e alguns estaduais	Análise detalhada de 112 itens de gastos tributários e relação com as despesas	Por objetivo, beneficiário e imposto	Bienal e agregação por setor econômico	Perda de receita, regime de competência
Irlanda 1981	Federais: IRPF e IRPJ	Listagem e avaliação das principais renúncias fiscais	Por tipo de imposto	Anual e sem agregação	Perda de receita, regime de competência
Portugal 1980	Apenas IR	Listagem e avaliação de certas renúncias de receitas	Por tipo de renúncia e imposto	Anual e sem agregação	Perda de receita, regime de competência
Espanha 1978	Governo central: impostos diretos e indiretos	Listagem dos principais gastos tributários	Por tipo de imposto e função	Anual e com agregação	Ganho de receita, regime de caixa.
Reino Unido 1979	Governo central: impostos diretos	Análise de mais de 100 itens de gastos tributários e descrição dos principais itens	Por tipo de imposto	Anual e sem agregação	Perda de receita, regime de competência
USA 1968	Federais: IRPF e IRPJ	Análise de 87 itens de gastos tributários e descrição das principais itens	Por tipo de imposto e função	Anual de todos os itens e com agregação	Equivalência de despesa, perda de receita, regime de competência

Quadro 1 – Práticas de renúncias fiscais em alguns países

Fonte: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (1994) apud Bordin (2003).

Essa busca da competitividade tem como atores, de um lado, as empresas, interessadas na maior agregação de valor possível, e governo, por outro lado, interessado em gerar emprego e renda. Weber (2002) descreve esse ambiente como uma espécie de leilão no qual uma entidade vende promessas de trabalho, renda e impostos a vários locais.

No Brasil, em especial a partir do advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), tem-se uma grande ênfase no equilíbrio das contas públicas. Esse aspecto tem que ser considerado em conjunto com a necessidade de geração de desenvolvimento econômico para as cidades e Estados. Nesse sentido, os governantes têm que lidar com o dilema equilíbrio fiscal e a necessidade de renunciar, provisoriamente, às receitas, para aumentar esse desenvolvimento. Para obter novos empreendimentos, esses governantes vislumbram a concessão de algum incentivo.

Esse estudo irá analisar essa dicotomia entre a empresa e o Estado, sob a ótica empresarial. Espera-se determinar a importância desses incentivos concedidos pelo governo, na decisão de investimentos dessas entidades. Nesse sentido, o estudo não faz nenhuma inferência sobre a relação custo-benefício desses incentivos para a Sociedade.

A pergunta da pesquisa é: Qual o impacto dos incentivos governamentais na decisão de investimento das entidades?

A importância de se chegar a resposta desse problema deve-se ao fato de que esses incentivos gerarem valor para as empresas e, necessariamente a decisão de investimento por parte dos gestores será aquela que agregará mais benefícios ao empreendimento sob a ótica do beneficiário, ou ainda, indicar possível dependência desses incentivos governamentais por parte das empresas. Com isso, será utilizada uma ferramenta de avaliação de empresas para mensurar o impacto desses incentivos, a fim de evidenciar se essas políticas são isoladamente o item determinante no momento da decisão de um novo investimento.

## 1.1 Objetivos

A partir dessa questão norteadora da pesquisa, é possível formular o seu objetivo geral: determinar o efeito dos incentivos fiscais e financeiros concedidos pelo governo na avaliação das empresas.

Para atingir o objetivo geral, são necessários os seguintes objetivos específicos:

- adaptar a metodologia do fluxo de caixa descontado, método de avaliação de empresa a ser utilizado, para mensurar o efeito dos incentivos fiscais e financeiros sobre o valor da empresa;
- mensurar os efeitos na avaliação das empresas analisadas.

## 1.2 Metodologia da Pesquisa

A pesquisa que se propõe será descritiva e explicativa, no que diz respeito aos seus fins. De acordo com Gil (2002, p. 42) “a pesquisa descritiva tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.” Classifica como descritiva porque tem como objetivo a definição dos motivos que levam uma empresa a buscar nas renúncias fiscais do governo formas de competitividade; explicativa, porque buscará identificar, nos demonstrativos contábeis, os reflexos dos respectivos incentivos na situação econômica e financeira das empresas. Ainda segundo Gil (2002, p. 42):

as pesquisas explicativas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Esse é o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas.

Com relação aos meios, esta pesquisa será de campo e bibliográfica. Para melhor responder à questão proposta na pesquisa, será realizada uma pesquisa bibliográfica. Cervo e

Bervian (1983, p.55 apud BEUREN, 2003, p. 86) definem a pesquisa bibliográfica como a que:

explica um problema a partir de referenciais teóricos publicados em documentos. Pode ser realizada independentemente ou como parte da pesquisa descritiva ou experimental. Ambos os casos buscam conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas do passado existentes sobre um determinado assunto, tema ou problema.

Será, portanto, uma pesquisa bibliográfica porque, para a elaboração de uma metodologia de avaliação de empresa, precisa-se buscar bibliografia científica sobre o tema, através de livros, artigos científicos, dissertações de mestrado e teses de doutorado sobre o tema. Será de campo porque haverá a fase de coleta de dados, através das Demonstrações Contábeis das empresas selecionadas para compor o estudo.

Optou-se por utilizar o método indutivo, pois se baseará em pesquisas de campo através dos demonstrativos contábeis, a fim de formar um banco de dados para interpretar os fatos contábeis.

### **1.3 Delimitação da Pesquisa**

Conforme já apresentado anteriormente, este trabalho não irá analisar o mérito do equilíbrio fiscal dos Estados, já que, com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), os governantes ficam proibidos de conceder renúncias de receitas, sem que haja uma nova receita para cobrir aquela renunciada. Desse modo, a aplicação prática do modelo será focada nas empresas que já possuem incentivos e, portanto, estão fora do alcance das ações da LRF.

O resultado do trabalho poderá indicar, na sua parte prática, a existência de um subsídio desnecessário, caso o resultado demonstre que o projeto seria viável, mesmo sem o apoio do governo. Caso contrário, ou seja, o resultado aponte a importância do incentivo para viabilidade do empreendimento, sendo que sem o mesmo o projeto não seria viável economicamente, isso poderá gerar políticas por parte do governo, bem como dos tomadores

de decisão das empresas beneficiárias, no sentido de se programar para que não haja problemas sociais e econômicos, com o fim de tais incentivos.

#### **1.4 Estrutura do Trabalho**

Esse trabalho está estruturado em cinco capítulos. O primeiro, essa introdução, apresenta a justificativa do tema e o objetivo do trabalho. O capítulo 2 aborda a questão da avaliação de empresas, com ênfase na metodologia do fluxo de caixa descontado, e os efeitos dos incentivos fiscais e financeiros. O capítulo 3 apresenta a metodologia adotada no estudo, para projetar e determinar a avaliação das quatro empresas integrantes da amostra. O capítulo 4 apresenta os resultados obtidos, e essa dissertação finaliza com o capítulo 5, onde estão as considerações finais e recomendações para futuras pesquisas.

## 2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E INCENTIVO FISCAL

Amador (2004) afirma que definir o valor de uma empresa não é uma tarefa simples, e tem sido objeto de inúmeras pesquisas, a fim de conceber modelos que ilustrem o valor de uma empresa, considerando elementos inerentes ao risco e retorno. Para Martelanc; Pasin e Cavalcante (2005, p. 1) “a determinação do valor das empresas é o fator-chave nas negociações de fusões e aquisições e tem como objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nessas negociações”. Para Oliveira (2004, p. 20):

a avaliação de empresas e negócios é o processo estruturado em que todos os fatores externos ou não controláveis, em sua realidade atual e projetada futura, bem como todos os fatores internos ou controláveis, de forma sistêmica e sinérgica, são analisados e avaliados quanto aos possíveis resultados a serem apresentados.

Para Martins (2001), existem várias razões para implantar um processo de avaliação, e as principais são as seguintes: compra e venda de negócios; fusão, cisão e incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos, e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para acionistas. Ainda segundo Martins (2001), no momento em que se avalia uma empresa, busca-se alcançar o valor justo de mercado, considerando a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o valor somente é definido em função das expectativas de compradores e vendedores. Para Martelanc; Pasin e Cavalcante (2005), a avaliação de uma empresa é utilizada nos processos de compra e venda, como também para efeito de gestão baseada no valor da empresa. Além dessas situações, esses autores citam ainda outras situações em que o processo de avaliação tem grande relevância: Compra e venda de ações e de participações minoritárias; aquisição de carteira de clientes e linhas de negócios; aquisição de empresas por diretores ou gerentes e aquisição de empresa financiada por empréstimos bancários; liquidação judicial; abertura e fechamento de capital; processos de privatização, concessões e parceria público-privada (PPP); formação de parcerias e *joint-ventures*; análise de oportunidades de novos negócios e

da viabilidade de novas empresas; avaliação do desempenho econômico e financeiro de unidades de negócios, departamentos e produtos, entre outros, visando à criação de valor e servindo como feedback para gestores e proprietários, e gestão de carteira de investimento e de fundos de *private equity* e *venture capital*.

Para Neiva (1999), há diversos fatores relevantes que influenciam na determinação do valor de uma empresa, dentre os quais: influências econômicas de longo prazo (fatores econômicos; alguns têm efeitos imediatos, enquanto outros influenciam no longo prazo, tais como políticas econômica e fiscal do governo, crescimento da população e programas sociais e gastos públicos); influências econômicas de curto prazo (fatores econômicos de curto prazo devem ser considerados durante a avaliação da empresa, tais como políticas tributárias vigente, política monetária e controle do crédito pelo governo, relação salários-preço e efeito da falência de uma grande empresa).

De acordo com Damodaran apud Sousa; Bastos e Martelnac (2002), a avaliação deve procurar seguir algumas normas, dentre as quais: a avaliação não é algo exato e objetivo, sendo caracterizado pela subjetividade; a avaliação pode mudar constantemente em função dos critérios utilizados no processo de avaliação. Esse autor afirma ainda que haverá sempre incertezas quanto à avaliação precisa, e que a qualidade da avaliação está em função de dados confiáveis e não somente de métodos quantitativos.

## **2.1 Métodos de Avaliação**

Existem diversos métodos de avaliar uma empresa. Damodaran (1997) classifica-os em três abordagens de avaliação de empresas: avaliação por fluxo de caixa descontado; avaliação relativa e a avaliação de direitos contingentes. Na primeira abordagem, a avaliação se dá pelo cálculo do valor presente da estimativa dos fluxos esperados daquele ativo. Na segunda abordagem, é estimado comparando uma variável comum, como: lucro, fluxo de

caixa, valor contábil ou vendas. A terceira utiliza modelo de precificação de opções, para medir o valor do ativo que possua características de opções.

De acordo com Martins (2001), a existência de vários modelos de avaliação de empresa faz com que cada um deva ser utilizado em função de características próprias do empreendimento. Esse autor classificou-os em:

- técnicas comparativas de mercado – baseiam-se na comparação com empresas similares transacionadas no mercado;
- técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados – baseadas no valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis;
- técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios – partem da premissa que o valor da entidade é calculado com base em sua potencialidade de geração de riquezas.

Sem a pretensão de discutir exaustivamente esses métodos, apresenta-se, a seguir, uma breve descrição dos mesmos, segundo a literatura da área.

O método de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma dos ativos e passivos exigíveis, de acordo com os princípios contábeis tradicionais. Segundo Martins (2001), isso pode ser expresso através da seguinte expressão:

Valor da Empresa = Ativos Contábeis – Passivos Exigíveis Contábeis = Patrimônio Líquido.

Entretanto, a expressão anterior não representa, efetivamente, o valor da empresa, mas sim, o valor escritural do capital próprio. Para Martelanc; Pasin e Cavalcante (2005), o valor patrimonial contábil é indicado em casos específicos, e cita como exemplo para liquidação de uma empresa ou quando os valores dos ativos da empresa possuir valor maior que o valor presente do fluxo futuro da empresa. Isso é corroborado por Martins (2001), que diz que este método deve ser adotado quando o valor dos ativos pelos princípios contábeis não diverge do valor de mercado, e a empresa não tem um *goodwill* significativo.

O método de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na “mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos” (MARTINS, 2001, p. 269). O principal problema desse método é que o mesmo capta os valores individuais dos ativos, sem consideração sobre o potencial de sinergia dos mesmos. Além disso, o método deixa de considerar os casos de ativos que não possuem valor de mercado, mas que são relevantes na agregação de valor para a empresa.

O método do valor presente dos dividendos utiliza a projeção dos dividendos futuros para determinar o valor do capital próprio. Para isso, faz-se necessário determinar a taxa de crescimento dos dividendos futuros e a taxa de desconto a ser utilizada. Um dos problemas desse método decorre do fato de que algumas empresas não fazem distribuição de dividendos.

O método baseado na relação do preço da ação em relação ao lucro representa um dos múltiplos mais utilizados em avaliação. Constitui a comparação da empresa com outras com características semelhantes. Esse método é limitado, pois considera o lucro contábil, e não o fluxo de caixa, como parâmetro para avaliação. Além disso, desconsidera o valor do dinheiro no tempo e deixa de lado a análise de risco da empresa.

O método de capitalização dos lucros utiliza lucros médios ponderados antes dos juros e tributos e capitaliza-os com o uso de uma taxa de desconto.

O método de múltiplos de faturamento consiste numa versão simplificada do modelo de capitalização de lucros, conforme cita Martins (2001). Por sua simplicidade, é bastante utilizado, principalmente nos empreendimentos que não possuem sistema contábil confiável.

O método baseado em lucro residual é também possível de ser utilizado para avaliar uma empresa. Nesse caso, esse valor está baseado no desconto do fluxo futuro de lucro residual, a exemplo do que ocorre com a metodologia do Valor Econômico Agregado (EVA).

## 2.2 O Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Andersen (2002), o método de fluxo de caixa descontado é baseado na expectativa de geração de fluxos de caixas futuros para cada período, ou seja, na expectativa do potencial de valor do fluxo de caixa para cada período. A abordagem do fluxo de caixa descontado tem fundamentação na regra de valor presente, pelo qual o valor de um ativo equivale ao valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperado (vide, por exemplo, DAMODARAN, 1997). Essa metodologia tem sido considerada a mais relevante para o processo de avaliação de empresas (conforme, entre outros, MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005).

O êxito para se obter sucesso em um investimento, segundo afirmam Pamplona e Gonçalves (2005), consiste não somente em compreender os valores associados a esse investimento, mas sim, na fonte desses valores. De fato, compreender o comportamento do fluxo de caixa de uma empresa, significa compreender o funcionamento das fontes que geram o fluxo de caixa, como também o comportamento do valor presente de um investimento e a composição individual dos elementos que compõem o fluxo de caixa desse investimento.

O fluxo de caixa descontado é utilizado por bancos de investimentos, consultorias e empresários, no momento em que querem calcular o valor de uma organização, tanto para fins de gestão e tomada de decisão como também para análise de investimento, ou para fusões e aquisições. Para Assaf Neto (2003, p. 576), o fluxo de caixa descontado é “o modelo de avaliação que atende, com maior rigor, ao enunciado da teoria de Finanças (...)”. Frezatti (2003) afirma que o fluxo de caixa descontado corresponde ao resultado econômico total de uma entidade. Na ótica desse autor, a diferença é que o fluxo de caixa é um conceito de movimentação monetária, enquanto o resultado econômico é conceito de consumo de recursos.

Para Copeland; Koller e Murrin (2002), o valor de uma empresa é calculado em função de sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. Sousa; Bastos e Martelnac (2002) diz que há dois caminhos para avaliação pelo fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionário do negócio, e a segunda é avaliar a empresa como um todo que inclui, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa (por exemplo: acionistas preferenciais).

Damodaran (2002, p. 451) diz que “o valor de qualquer ativo deve ser uma função de três variáveis: quanto ele gera em fluxos de caixa, quando esses fluxos de caixa ocorrem e o nível de incerteza associada a ele”. Afirma que a avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado reúne essas três variáveis, no momento em que se calcula o valor de qualquer ativo.

Quando da avaliação de uma empresa, há segundo Damodaran (2002), dois caminhos a serem seguidos: o primeiro seria avaliar o investimento apenas no tocante ao capital próprio da empresa, e o segundo consiste em avaliar toda a empresa, incluindo os possuidores de direitos sobre a mesma (credores). Segundo esse autor, embora esses métodos descontem fluxos de caixa esperados, em cada um é utilizada uma taxa de desconto diferente.

Uma das críticas que se faz a esse modelo de avaliação, de acordo com Pasin (2004), é que as partes interessadas podem considerar que as projeções sejam especulativas, perdendo validade. Outro problema apontado por esse autor, referente a esta abordagem, é que em pequenos negócios o resultado dependerá mais dos esforços da administração e não do que acontecerá no futuro. Em função disso, Pasin (2004) afirma que os compradores ficam relutantes em embutir no valor presente que pagarão quaisquer benefícios futuros que dependam de seus próprios esforços.

O método do Fluxo de Caixa Descontado, além de ser utilizado na avaliação de empresa e investimentos, é também utilizado para efeito de decisão de lucro e retorno. Como afirma Silva (1999, p. 146), “a decisão a ser tomada deve levar em consideração a

maximização do valor da empresa. O valor de uma empresa, e mesmo o valor de uma determinada decisão administrativa, é dado pela capacidade de gerar benefícios futuros.”

O modelo de avaliação pelo método de DCF assume que o valor de um ativo é o valor de hoje do seu fluxo de caixa previsto. Os ativos são essencialmente avaliados pelos mesmos métodos, conforme expõem Burns e Walker (1991) a seguir: 1) os fluxos de caixa são estimados através da vida de seus ativos; 2) a taxa de retorno requerida é estimada dos fluxos de caixa; 3) cada fluxo de caixa é descontado com a taxa de retorno requerida e adicionado ao valor encontrado. Nessa mesma linha de pensamento, Ross; Westerfiled e Jaffe (2002) afirmam que o valor de uma empresa pode ser determinado mediante o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuro. Para esses autores, o valor pode ser encontrado multiplicando-se os fluxos líquidos futuros pelo fator de apropriação do valor presente, para, ao final, somar os fluxos líquidos individuais, chegar ao valor da empresa. Como ocorre no exemplo apresentado no quadro 2, onde é demonstrado um fluxo líquido de caixa, que é considerado uma taxa de desconto de 10%. Nesse exemplo, obtém os valores presente líquido, que significa um valor final da empresa, de R\$ 16.569,38.

<b>Final do ano</b>	<b>Fluxo líquido de caixa da empresa (\$)</b>	<b>Fator de Valor Presente (10%)</b>	<b>Valor Presente dos fluxos líquidos de caixa (\$)</b>
1	5.000	0,90909	4.545,45
2	2.000	0,82645	1.652,89
3	2.000	0,75131	1.502,63
4	2.000	0,68301	1.366,03
5	2.000	0,62092	1.241,84
6	2.000	0,56447	1.128,95
7	10.000	0,51316	5.131,58
Valor Presente da empresa			16.569,38

Quadro 2 – Valor presente do fluxo de caixa da empresa

Fonte: Ross; Westerfiled e Jaffe (2002, p. 92)

As expectativas de fluxos de caixa são trazidas a valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto que represente o risco associado, conforme diz Andersen (2002). Esse pensamento é estruturado por Andersen (2002, p. 505) na figura 1.

De acordo com Martelanc (2005) há uma grande polêmica nos meios acadêmicos, empresariais e governamentais no tocante a determinação do custo de capital próprio. Diz ainda que a metodologia mais difundida para esse cálculo é o *Capital Asset Pricing Model* – *CAPM*, onde esse método é baseado na premissa de que o risco tem duas partes: risco diversificável e risco não diversificável. O primeiro representa a parcela associada às suas características e pode ser minimizado com a diversificação, enquanto que o risco não diversificável é atribuído a fatores de mercado que influencia a todas as empresas e cita como exemplo guerra, inflação e crise internacional.

Para Martins (2001) o risco está presente na sociedade moderna em suas mais variadas formas. Diz ainda que todas as decisões envolvem alguma incerteza e, o nível de risco está associado a um evento e ele é maior quando menos informações disponíveis houver.

De acordo com Lamy (2004), a avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado é plenamente relevante na atual dinâmica empresarial, se os resultados estimados são estabelecidos com uma probabilidade suficiente, utilizando uma taxa de desconto relevante da sua classe de risco. Nygard e Razaire (1999) preferem o Fluxo de Caixa Descontado, tendo em vista que o mesmo leva em conta o *timing* e a magnitude de cada fluxo de caixa anual, com uma melhor sensibilidade ao retorno do investimento.

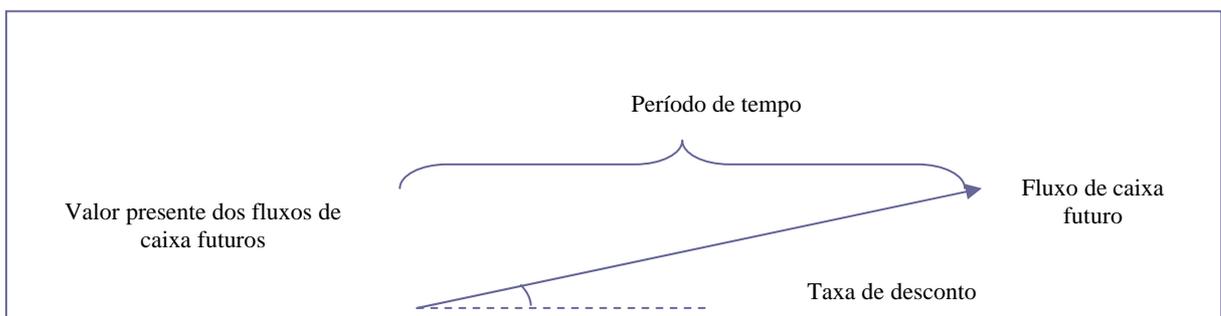


Figura 1 – Espectativas de fluxos de caixa a valor presente  
 Fonte: Adaptado de Andersen (2002, p. 505).

Para a utilização do fluxo de caixa descontado, é necessário estimar os seguintes parâmetros: fluxo de caixa futuro projetado, taxa de desconto relacionada com esse período de tempo e estimativa do valor residual, se for o caso. Após a determinação desses parâmetros, o valor de uma empresa pelo fluxo de caixa descontado será dado pela equação 1.

$$Valor = \left[ \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+i_j)^j} \right] + \frac{FC_{n+1}}{(1+i_{n+1})^{n+1}} \quad (1)$$

Sendo: FC = fluxo de caixa;  $i$  = taxa de desconto que reflete o custo de oportunidade do capital;  $n$  = vida útil da entidade, e a segunda parcela da expressão o valor residual. Quando o valor de  $n$  tende ao infinito, a expressão 1 assume a forma da expressão 2:

$$Valor = \left[ \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FC_j}{(1+i_j)^j} \right] \quad (2)$$

Num caso particular da expressão (1), pode-se assumir que o valor residual corresponde a um fluxo de caixa perpétuo, a partir de um determinado período. Nessa situação, o valor será demonstrado pela expressão 1b:

$$Valor = \left[ \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+i_j)^j} \right] + \frac{FC_{n+1}}{(1+i_n)^n} \quad (1b)$$

Considerando um fluxo de caixa estável, ou seja  $FC_1 = FC_2 = \dots = FC_{\infty}$ , é possível derivar da expressão 1 a fórmula genérica do modelo de fluxo de caixa em perpetuidade, que será dada pela expressão 1c:

$$Valor = \frac{FC}{i} \quad (1c)$$

A expressão (1c) é utilizada em situações em que existe uma estabilidade no fluxo de caixa, como em empresas sem perspectiva de crescimento ou ativos com rendas relativamente estáveis, como imóveis.

É importante notar que, conforme destaca Fernandez (2000), o tipo do fluxo de caixa utilizado e a taxa de desconto estão associados. Esse autor demonstra que a escolha correta do fluxo de caixa e sua taxa de desconto conduz a mesmo resultado. Nesse sentido, o fluxo de

caixa pode ser fluxo de caixa operacional, dos acionistas ou de capital. Já a taxa de desconto utilizada pode ser classificada em custo médio ponderado de capital, custo do capital próprio ou custo médio ponderado de capital com economia de impostos. Fernandez (2000) demonstra que, se utilizar o custo médio ponderado de capital para descontar o fluxo de caixa operacional, o valor obtido será o mesmo da opção de usar o custo do capital próprio para descontar o fluxo de caixa dos acionistas ou utilizar o custo médio ponderado de capital com economia de impostos para descontar o fluxo de caixa de capital. Essa relação entre tipo de fluxo e taxa de desconto encontra-se no quadro 3<sup>1</sup>.

<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>Taxa de Desconto</b>
Fluxo de Caixa Operacional ou Fluxo de caixa Livre ( <i>Free Cash Flow</i> )	Custo médio ponderado de capital
Fluxo de Caixa dos Acionistas	Custo do Capital Próprio
Fluxo de Caixa de Capital	Custo médio ponderado de capital sem economia de impostos

Quadro 3 – Relação entre Tipo de Fluxo de Caixa e a Taxa de Desconto  
Fonte: Adaptado de Fernandez (2000)

Fernandez (2000) demonstra que o valor da empresa é o mesmo, independente do método utilizado, desde que exista um rigor na obtenção dos valores. Assim, na determinação do custo médio ponderado de capital, é necessário que os pesos estejam relacionados com o valor de mercado de cada capital empregado. Isso garante que a escolha de um dos fluxos de caixa, desde que utilizado de forma rigorosa, conduzirá ao mesmo valor da empresa.

### 2.3 Incentivo Fiscal e Financeiro<sup>2</sup>

A política praticada por um Estado, para incentivar a instalação de um projeto de investimento num determinado local, conta com diversos instrumentos. Esse tipo de política estatal tem sido largamente utilizado pelas três unidades da Federação, em decorrência da

<sup>1</sup> Na verdade a análise de Fernandez (2000) ultrapassa o método de fluxo de caixa descontado. Esse autor mostra que o resultado obtido pelo fluxo de caixa descontado é igual aquele obtido pelo lucro residual descontado e métodos similares.

existência de competição na economia. O Estado de São Paulo, no início do seu processo de industrialização, ofereceu algumas benesses fiscais às empresas que optassem pelo Estado. Em nível federal, é importante lembrar que o mesmo praticou essa política quando criou instrumentos fiscais para que houvesse incentivos a determinadas regiões, como para os Estados do Nordeste (Fundo de Investimento do Nordeste - FINOR), Amazonas (Fundo de Investimento da Amazônia - FINAM, Isenção para Zona Franca de Manaus, Suframa) etc.

A origem dos incentivos fiscais pode-se inferir, em parte, à história da industrialização no Brasil por ter se concentrado nas regiões Sul e Sudeste. Como cita Baer (1979, p. 315):

As disparidades regionais no crescimento de atividades econômicas e na distribuição do produto nacional são uma característica constante na história econômica do Brasil. O processo de industrialização acentuou a concentração regional de atividades econômicas e dificultou ainda mais a redistribuição. Desde o início, o crescimento industrial do Brasil tem-se concentrado na região Centro-Sul, especialmente São Paulo. A política do governo para acelerar a industrialização nos anos 50 não levou em conta o equilíbrio regional. Deste modo, em 1970, o Sudeste do país, com 42,7% da população, era responsável por 80,3% do valor industrial adicionado, enquanto o Nordeste, com 30,3% da população, contava apenas com 5,8% do valor industrial adicionado.

A economia brasileira, além do problema da concentração regional já afirmada por Baer (1979), tinha também como característica a grande intervenção do Estado, através da criação de barreiras tarifárias para entrada de produtos importados, criando, assim, uma reserva de mercado para a indústria nacional.

No início da década de 90, durante o governo Collor, houve, de acordo com Brum (1999), uma mudança na economia brasileira, deixando a mesma de ser tutelada no Estado para um capitalismo moderno, baseado na eficiência e competitividade. A âncora deixa de ser o Estado e passa a ser o setor privado nacional e multinacional. Essa mudança provocou uma corrida das empresas já instaladas por ferramentas de redução de custos, a fim de poder competir com a indústria multinacional, que estava chegando, e também o produto importado. Nesse momento, os governos das regiões menos favorecidas aceleraram o processo de atração

---

<sup>2</sup> Optou-se pela denominação Incentivo Fiscal e Financeiro, por ser mais abrangente. Contempla todos os incentivos concedidos pelo Estado para a instalação de uma empresa num determinado local.

de tais empreendimentos, novos e relocação de antigos, para seus Estados, acentuando, com isso, a figura nos incentivos fiscais e financeiros nas indústrias brasileira.

A fim de reduzir as desigualdades econômicas, o governo brasileiro lançou mão de instrumentos de fomento, visando atrair investimentos para regiões menos favorecidas economicamente. Conforme citam Higuchi; Higuchi e Higuchi (2004, p. 205), “vários Estados da Federação Brasileira, a fim de incrementar a industrialização, concedem redução ou devolução da parcela do ICMS.”

#### **2.4 Impacto dos Incentivos Fiscais e Financeiros na Avaliação da Empresa**

Tanto os incentivos fiscais quanto os incentivos financeiros terão impacto sobre o valor da empresa. De acordo com o princípio da aditividade (vide BREALEY; MYERS, 1998, por exemplo), o valor de uma empresa pode ser definido conforme a expressão 3:

$$Valor = Valor^{sem\ projeto} + Valor^{projeto} \quad (3)$$

Conforme expressão (3), pode-se avaliar o impacto de um projeto de investimento com incentivo fiscal e financeiro do governo no valor de uma empresa, através da mensuração do valor do próprio projeto.

Uma vez que pela expressão (1) o valor depende do fluxo de caixa e da taxa de desconto, pode-se determinar o valor do fluxo de caixa pela expressão 4:

$$F C_j = \text{Recebimentos no período } j - \text{Pagamentos no período } j \quad (4)$$

A existência de incentivos governamentais afeta o fluxo de caixa no volume de pagamentos a serem realizados pela empresa e nos recebimentos. No caso específico dos recebimentos, menos comum e que não será objeto de estudo nesta pesquisa, o governo pode garantir um volume de compras da empresa que está se instalando. É o caso de uma indústria automobilística à que o Estado garante, por um período de tempo, a compra de automóveis da

empresa. Nessa situação, isso aumentaria o valor da entidade por duas razões: através da garantia de recebimentos adicionais ao fluxo de caixa e, em decorrência da maior estabilidade do fluxo de caixa, reduziria o risco do investimento, com efeitos sobre o custo de oportunidade do capital.

No que diz respeito aos pagamentos, os incentivos proporcionados pelo Estado podem afetar o volume de pagamentos, reduzindo-os ou alterando sua distribuição temporal. No primeiro caso, o Estado pode se utilizar da redução dos pagamentos de impostos que seriam devidos pela empresa. Outro tipo de incentivo possível referente ao volume de pagamentos é o Estado assumindo certos gastos que seriam realizados pela empresa. É a situação em que o governo faz obras de infra-estrutura onde será localizada a empresa; ou o governo desapropriando o terreno e, posteriormente, fazendo uma doação para a empresa. O impacto do Estado sobre a distribuição temporal pode ocorrer quando existe a possibilidade da empresa postergar o pagamento de certas obrigações. Isso afeta o valor da empresa, em decorrência do valor do dinheiro no tempo. Um exemplo é a depreciação acelerada, com a qual o governo permite que os ativos sejam depreciados mais rapidamente. Isso, por sua vez, afeta a apuração do imposto de renda, reduzindo o lucro tributável e os pagamentos do imposto de renda.

Um exemplo numérico simples sobre o efeito da decorrência do valor do dinheiro no tempo pode ser utilizado para comprovar esse ponto. Uma empresa terá recebimentos de \$100 nos próximos três anos. Seus pagamentos seriam de \$80 para esse período. Considerando uma taxa de desconto de 10%, o valor seria:  $(\$20/1,1) + (\$20/1,1^2) + (\$20/1,1^3) = 18,18 + 16,53 + 15,03 = 49,74$ . Caso a empresa consiga postergar \$20 que seriam pagos no primeiro e segundo anos para o terceiro ano, o fluxo de caixa seria de \$40, no primeiro ano, \$40, no segundo ano, e -\$20, no terceiro ano. Isso não altera o fluxo de caixa do projeto como um todo; entretanto a

existência do valor do dinheiro no tempo garante que o valor, a uma taxa de desconto de 10%, seria:  $(\$40/1,1) + (\$40/1,1^2) + (-\$20/1,1^3) = 36,36 + 33,06 - 15,03 = 54,40$ .

Além do fluxo de caixa, os incentivos do governo podem afetar a taxa de desconto. Nesse caso, em decorrência da expressão (1), menor taxa de desconto implica maior valor. O governo pode afetar a atratividade de um investimento, através do acesso a linha de crédito, para o investimento com uma taxa de juros abaixo do mercado. Conforme demonstrado no quadro 2, o fluxo de caixa livre é descontado pelo custo médio ponderado do capital (WACC). A apuração do WACC é feita através da expressão 5:

$$WACC = K_d (D/V) + K_e (S/V) \quad (5)$$

Onde:  $V = S + D$

Sendo  $K_d$  = custo do capital de terceiros;  $D$  = capital de terceiros;  $V$  = valor da empresa;  $K_e$  = custo do capital próprio, e  $S$  = capital próprio. Em decorrência dos princípios de finanças<sup>3</sup>, espera-se que  $K_d < K_e$ . Nesse caso o governo pode afetar o valor da empresa, de duas maneiras: a primeira, através da possibilidade de acesso ao mercado financeiro, via crédito em instituição financeira governamental, elevando a participação do capital de terceiro ( $D$ ) e, por conseqüência, reduzindo o  $WACC$ . A segunda é através da abertura de linha de crédito com juros subsidiados, reduzindo o valor do  $K_d$ .

O quadro 4 apresenta um resumo dos possíveis incentivos fiscais e financeiros do Estado.

---

<sup>3</sup> Relação risco-retorno.

---

*No Fluxo de Caixa**Recebimentos*

Garantia de Aquisição dos Produtos da Empresa

*Pagamentos*

Redução do pagamento das despesas (incluindo impostos)

Redistribuição temporal

*Na taxa de desconto*

Aumento da participação do capital de terceiros

*Valor do Capital de Terceiros*

---

Quadro 4 – Incentivos Fiscais e Financeiros do Estado

Fonte: Elaboração Própria

### 3 AMOSTRA UTILIZADA E ASPECTOS METODOLÓGICOS

As empresas industriais localizadas no Rio Grande do Norte podem ter os seguintes tipos de incentivos: redução de IRPJ, redução de ICMS, redução ou isenção de ISS e IPTU. Sendo os primeiros (ICMS e IRPJ) os mais representativos financeiramente para as empresas. Nesse estudo será analisado apenas o incentivo fiscal de redução de ICMS concedido às empresas através do PROADI, comentado no item 3.1.

Para estudar o impacto dos incentivos fiscais e financeiros, esta dissertação utilizou como estudo de caso as empresas que se beneficiaram com os incentivos especiais administrados pela Agência de Desenvolvimento do Nordeste (ADENE).

A Adene é um órgão que administra a concessão de benefícios voltados para o desenvolvimento regional, que venha a se instalar na área de atuação da extinta SUDENE. Concede redução de Imposto de Renda devido e adicionais não restituíveis até o ano calendário 2013, observando o percentual de redução de 37,5%, de 1998 a 2003; 25%, de 2004 a 2008, e 12,5%, de 2009 a 2013 (AGÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DO NORDESTE, 2005; SUPERINTENDÊNCIA PARA O DESENVOLVIMENTO DO NORDESTE, 2005).

As empresas que gozam de incentivos de redução do imposto de renda obtêm tal redução, baseadas no chamado lucro da exploração<sup>4</sup>, ou seja, é dado pela ADENE incentivo para produção de um vários produto determinados no projeto apresentado na solicitação do incentivo. Os ganhos financeiros e não operacionais não entram no cálculo do incentivo, e sim, apenas o de produção.

---

<sup>4</sup> Lucro da exploração é o lucro que serve de base para cálculo do limite máximo a ser observado na redução do lucro líquido ou do imposto devido, em razão de diversos incentivos fiscais. (Higuchi; Higuchi e Higuchi, 2004) O objetivo da lei foi o de conceder o benefício do incentivo fiscal exclusivamente sobre o lucro relativo à atividade operacional da empresa que o governo pretende incentivar.

O Lucro da Exploração consiste em determinar, em função da receita líquida de vendas, o percentual de vendas de cada produto da empresa e aplicar sobre o lucro fiscal o percentual que servirá de incentivo fiscal. O valor do Imposto de Renda total é contabilizado como despesa na escrituração contábil, em contrapartida com uma conta do passivo de imposto de renda a pagar. À parcela correspondente ao incentivo é efetuada um outro lançamento, debitando-se a conta de imposto de renda a recolher e creditando-se uma conta no patrimônio líquido de Reserva de Subvenção para Investimentos, que, posteriormente, é transferido para aumento de capital.

### **3.1 PROADI**

Além dos incentivos da Adene, as empresas que foram estudadas nesta dissertação também receberam benefícios do governo do Estado do Rio Grande do Norte, através do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial (PROADI).

De acordo com o Manual do Investidor, obtido no sítio da Secretaria de Desenvolvimento Econômico e Social (2005), o PROADI foi criado pela Lei nº 5.379, de 11 de outubro de 1985, e alterado pela Lei nº 7.075, de 17 de novembro de 1997. Esse programa tem por objetivo apoiar e incrementar o desenvolvimento industrial do Rio Grande do Norte, assegurando a concessão de financiamento a empresas industriais, quando da instalação de unidade industrial, sob a forma de contrato de mútuo, de execução periódica, através da Agência de Fomento do Rio Grande do Norte (AGN). O Anexo A contém a legislação do Estado do Rio Grande do Norte aplicável aos incentivos do PROADI.

As empresas que têm incentivos do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial do Rio Grande do Norte (PROADI) - geravam, em janeiro de 2005, 25.340 empregos diretos, de acordo com informações obtidas na Secretaria de Desenvolvimento Econômico do Rio Grande do Norte - SEDEC.

Inicialmente, no ano de 1985, ano de sua criação, o PROADI foi concebido lastreado na inflação que existia no Brasil, quando o Estado financiava até 75% do valor do ICMS, e as empresas pagavam o valor original em até 36 meses, sendo cobrado, nesse período, um juro de 3% ao ano sobre o valor financiado. Logo, o ganho fiscal das empresas beneficiadas estava fundamentada no ganho inflacionário, já que a dívida era quitada a valor original no vencimento.

Com o advento do Plano Real, quando a inflação voltou a taxas mais reduzidas, houve mudança no cálculo do incentivo, já que a inflação de 24 ou 36 meses já não era tão atraente para os empresários. Com isso, o Estado continuou financiando o percentual de até 75% do valor do ICMS devido e, na data do vencimento, concede um desconto que pode chegar a até 99% do valor financiado devido, desde que a empresa não descumpra nenhuma cláusula do contrato firmado com o Estado do Rio Grande do Norte. Este desconto gerado no vencimento do financiamento tem dois entendimentos:

- para a Receita Federal, é entendido como um desconto financeiro, já que foi oriundo de um financiamento e deve ser contabilizado como receita financeira;
- para alguns tributaristas é uma reserva de incentivo fiscal, e como tal, deve ser contabilizado no patrimônio líquido como reserva de subvenção para investimento.

Higuchi; Higuchi e Higuchi (2004, p. 205) comentam algumas decisões de Conselhos de contribuintes sobre o tema. A primeira decisão entende tal incentivo como subvenção para investimento conforme abaixo:

O 1º C.C deu provimento a dois recursos de pessoas jurídicas, declarando que a parcela da redução do ICMS, destinada à implantação ou expansão de empreendimentos econômico no Estado do Espírito Santo, tem a natureza de subvenção para investimento, não sendo computável na determinação do lucro real .

A segunda decisão entende que deve ser computado na determinação do lucro real:

Os aportes financeiros obtidos mediante o financiamento do valor devido a título de ICMS, ainda que incentivados por juros subsidiados e dispensa total ou parcial da correção monetária, não caracterizam Subvenção para Investimentos e, portanto, serão computados na determinação do Lucro Real.

Como se vê, não há uma padronização, e o critério utilizado em cada empresa vai de acordo com o entendimento de seus assessores jurídicos e contábeis.

No Rio Grande do Norte, o órgão gestor do PROADI é a Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico (SEDEC), em cujo sítio oficial constam informações para os investidores sobre o programa. O sítio da Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico (2005), basicamente, fala que o PROADI é um incentivo econômico concedido praticamente a todas as empresas industriais que pretendam instalar-se no Estado, seja na realização de novos investimentos, seja na ampliação das unidades já existentes, ou ainda como estímulo à reativação de empresas paralisadas.

Ainda no sítio da Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico (2005), menciona-se que o Estado concede incentivos equivalentes a até 75% (setenta e cinco por cento) do valor do ICMS mensal para as empresas instaladas em Distritos Industriais ou no interior do Estado; mas, para aquelas instaladas em Natal ou na Grande Natal, que contemplam os seguintes municípios: Parnamirim, Macaíba, São Gonçalo do Amarante, Extremoz e Natal, o incentivo está limitado em até 60% (sessenta por cento), exceto para investimentos superiores a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). Tais incentivos podem ser concedidos por até 10 (dez) anos, podendo ser prorrogado por até mais cinco anos.

Segundo dados do Cadastro Industrial do Rio Grande do Norte elaborado pela Federação das Indústrias do Rio Grande do Norte (FIERN) disponível no sítio da FIERN, há no Estado 90 empresas industriais classificadas como: Grandes – 19; Médias – 71. As demais, que se classificam como micro-empresa e pequena empresa, totalizam 1664. A maioria das empresas industriais, grandes e médias, existentes no Rio Grande do Norte possui algum tipo de incentivo fiscal para se instalar e funcionar no Estado, concedidos pela ADENE a título de redução de imposto de renda, como também pelo governo do Rio Grande do Norte, como redução do valor devido de ICMS. Em janeiro de 2005, havia 72 empreendimentos gozando

de incentivos do PROADI, segundo dados da Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico (2005). Tal prática visa, por parte dos governantes, fomentar a economia da região, visando principalmente gerar emprego para a população.

A população total em 31 de dezembro de 2003 era de 52 empresas que possuíam incentivos do PROADI; em janeiro de 2005, já existiam 72 empresas, conforme dados da Secretaria de Indústria e Comércio. A tabela 1 apresenta um resumo desses incentivos nessa data.

Tabela 1 – Resumo Incentivos / mês de janeiro de 2005

	Faturamento <sup>1</sup>	ICMS Gerado <sup>2</sup>	Estado <sup>3</sup>	Prefeitura <sup>4</sup>	PROADI <sup>5</sup>
Todas as empresas	161.042.433	5.231.976	202.737	1.308.679	3.723.299
Empresas têxteis	51.709.495	1.653.089	158.507	413.959	1.083.372
%	32,11%	31,60%	78,18%	31,63%	29,10%
Amostra	45.569.766	1.341.189	142.434	335.295	863.450
% - total	28,30%	25,63%	70,26%	25,62%	23,19%
% - têxteis	88,13%	81,13%	89,86%	81,00%	79,70%

Fonte: Elaboração própria com dados obtidos da Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico (2005)

1 = Faturamento da empresa com a venda de produtos produzidos nas unidades do Rio Grande do Norte;

2 = ICMS gerado pela empresa, resultante da apuração do confronto das entradas menos saídas, é o valor que a empresa pagaria se não houvesse incentivo fiscal;

3 = Valor efetivamente recolhido para o Estado do Rio Grande do Norte;

4 = Valor efetivamente recolhido para o município onde a empresa está localizado, corresponde a 25% do ICMS gerado;

5 = Valor financiado pelo Estado através do incentivo fiscal, o qual no vencimento tem redução que pode chegar a até 99% de desconto, dependendo da empresa. Para todas que foram objeto do estudo, o desconto é de 99%.

### 3.2 Amostra Utilizada

Apesar de no referencial teórico ser abordada uma visão global dos incentivos fiscais, esse estudo concentra-se no PROADI, não fazendo parte os incentivos de redução de IRPJ, concedidos e administrados pela antiga Adene, em função de não ter acesso aos dados de todas as empresas analisadas. Nesse sentido, para determinar o efeito dos incentivos na avaliação de empresa, escolheu o setor têxtil, em função de o mesmo possuir grandes empresas, com números auditados, o que possibilita uma maior segurança nas análises e nos resultados.

Foram utilizadas como elementos da amostra as seguintes empresas:

- Guararapes Confecções S/A;
- Vicunha Têxtil do Nordeste S/A;
- Coteminas – Cia. de Tecido Norte de Minas;
- Uma empresa limitada, cuja denominação será mantida no anonimato.

Essa amostra escolhida para o trabalho, que consta de 4 empresas, que representava, em janeiro de 2005, 23,19% do total de incentivos fiscais concedidos pelo Estado do Rio Grande do Norte, e 79,7%, quando se comparada apenas com as indústrias têxteis, conforme tabela 1.

As informações primárias foram obtidas através do sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), utilizando-se do programa Divulgação Externa, para todas as sociedades anônimas, e diretamente na empresa, para os dados da Limitada.

A limitação do presente trabalho à análise dos demonstrativos contábeis de quatro empresas industriais têxteis, que possuem unidades situadas no Rio Grande do Norte, deve-se à dificuldade de obtenção dos dados. O foco é mensurar os efeitos dos incentivos concedidos pelo governo do Estado; não serão mensurados no valor das empresas outros incentivos que as empresas venham a ter, como, por exemplo, a redução de imposto de renda.

Nesse sentido, a metodologia de tratamento das informações irá mensurar o impacto dos gastos tributários do Estado do Rio Grande do Norte, através de incentivos fiscais e sua influência no valor das empresas têxteis. Por conseqüência, caso o valor com incentivos seja positivo, mas o valor sem os mesmos seja negativo, isso é um sinal de que os incentivos são determinantes na continuidade dessas entidades. Isso poderá, por sua vez, direcionar as políticas públicas, tanto no sentido de reduzir ou aumentar o volume de benefícios fiscais, quanto no sentido de permitir que a modernização das empresas possa torná-las competitivas,

sem os benefícios fiscais, ficando tais benefícios apenas como diferenciais competitivos e não como causador da sobrevivência das empresas.

A escolha do setor e o foco nos incentivos do Estado representam uma limitação ao trabalho, mas não o invalida. Em um processo de avaliação de empresas, há muitos componentes subjetivos e inerentes a cada empresa avaliada. Neste estudo, foi aplicado o mesmo critério para todas as empresas, buscando mensurar o efeito apenas do incentivo fiscal concedido pelo Estado do Rio Grande do Norte, através de redução do valor do ICMS. Logo, não está contemplando outros incentivos que as empresas possam vir a ter, como também os cenários utilizados podem não ser o que realmente seriam caso a empresa venha a ser avaliada. Entretanto, como serão demonstradas duas avaliações com as mesmas premissas e, o impacto do incentivo será demonstrado nas duas situações, isso tenderá, em um estudo mais profundo, a chegar ao mesmo impacto percentual, embora com os valores da empresa bem diferentes dos obtidos através deste estudo.

Como limitação, não será visto o impacto na economia, já que estará sendo analisado o valor com e sem incentivo; entretanto, não se pode assegurar que o preço de venda dos produtos seria o mesmo, caso a empresa não tivesse esse diferencial competitivo, como também se o mercado consumidor seria o mesmo com um preço mais elevado. Entretanto, visualiza-se um mercado sem incentivo para todos, já que, sempre que houver algumas empresas com benefícios e outras não, haverá sempre interferência na concorrência. Logo, será assumido que, com o fim dos incentivos, a empresa teria o mesmo desempenho, tanto em vendas como em estrutura de custos.

### **3.3 Metodologia**

Como no processo de avaliação de uma empresa geralmente empregam-se questões subjetivas e características de cada empresa, a princípio não poderíamos ter as mesmas

premissas para todas as empresas. Entretanto, por se tratar de um trabalho científico com a intenção de analisar o impacto dos benefícios fiscais no valor da empresa, e considerando-se tratar-se de empresas do mesmo ramo, foram utilizados para todas as empresas deste estudo três cenários que não necessariamente terão as configurações de otimista, pessimista e mediano. Tais premissas adotadas estão apresentadas a seguir.

Para a projeção de crescimento das receitas de vendas, foram utilizados os seguintes cenários:

a) *Primeiro Cenário*

No primeiro cenário, foi utilizada como expectativa de crescimento a média aritmética<sup>5</sup> do crescimento do patrimônio líquido dos anos de 1998 a 2003 (TABELA 2):

Tabela 2 – Evolução do Patrimônio Líquido - R\$ mil

EMPRESA	1999	2000	2001	2002	2003
Guararapes	455.134	519.793	567.650	645.183	693.119
Vicunha	544.973	551.278	551.549	467.546	556.107
Coteminas	855.971	933.398	1.052.883	1.202.619	1.382.779
Empresa Ltda	54.926	65.435	89.979	101.590	91.479

Fonte: Elaboração própria com base nos Balanços

De posse dos valores acima, foi calculado o percentual de crescimento do Patrimônio Líquido e obtido o percentual utilizado para o primeiro cenário de crescimento, conforme demonstrado na tabela 3.

Tabela 3 – Evolução do Patrimônio Líquido - em %

EMPRESA	2000	2001	2002	2003	Média
Guararapes	14,21%	9,21%	13,66%	7,43%	11,13%
Vicunha	1,16%	0,05%	-15,23%	18,94%	1,23%
Coteminas	9,05%	12,80%	14,22%	14,98%	12,76%
Empresa Ltda	19,13%	37,51%	12,90%	-9,95%	14,90%

Fonte: Elaboração própria com base nos Balanços

Para a Guararapes, foi utilizado o percentual de 11,13%; para a Vicunha, o percentual de 1,23%; para a Coteminas, 12,76%, e para a Empresa Ltda, 14,90%, como premissa de crescimento para o cenário I.

<sup>5</sup> Optou-se por utilizar a média aritmética, por imputar o risco do negócio. Sobre isso e o confronto com a média geométrica vide Silva, Sousa e Krause (2004).

b) *Segundo Cenário*

Para o segundo cenário, foi utilizado como premissa de crescimento o percentual correspondente à expectativa de inflação pelo Índice Geral de Preços e Mercado – IGP-M constante do Relatório de Mercado do Banco Central, de 02 de janeiro de 2004, que era de 6,28%.

c) *Terceiro Cenário*

No terceiro cenário, foi considerado o crescimento do faturamento do ano de 2003, em relação a 2002, como premissa. Na tabela 4, constata-se o faturamento anual, sendo calculado o percentual de crescimento.

Tabela 4 – Receita das Empresas 2002 x 2003 - R\$ mil

	2002	2003	%
Guararapes	288.011	298.711	3,72%
Vicunha	1.501.098	1.639.680	9,23%
Coteminas	1.054.603	1.277.198	21,11%
Empresa Ltda	278.448	333.605	19,81%

Fonte: Elaboração própria com base nos Balanços

Para determinar as deduções de vendas, antes é necessário fazer algumas considerações. A dedução de vendas compõe-se basicamente dos seguintes tributos:

- PIS – Programa de Integração Social, que atualmente tem alíquota de 1,65% para as empresas tributadas pelo Lucro Real, não cumulativo, no entanto, houve período em que a alíquota era 0,65%, calculado sobre o faturamento.
- COFINS – Contribuição para Financiamento da Seguridade Social, tendo alíquota de 7,6% para as empresas tributadas pelo Lucro Real, não cumulativo, e, a exemplo do PIS, houve alteração na forma de cálculo, quando houve um período em que a alíquota era de 3% sobre o faturamento bruto da empresa, deduzido das devoluções.

- ICMS – Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços de Transportes Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação, tendo alíquotas variadas e não cumulativas. No Estado do Rio Grande do Norte têm-se as seguintes alíquotas:

- para operações internas de vendas ou circulação de mercadorias, a alíquota é de 17%, enquanto que, para operações interestaduais, a alíquota é de 12%;
- para as operações de exportação para outros países, a alíquota é zero;
- nesse estudo, considerando que as empresas têm seus mercados preponderantemente fora do Rio Grande do Norte, seja para outros Estados da Federação ou outros países, foi considerado como alíquota de ICMS de 12%. Entretanto, no caso de venda para outros países, não há a incidência de ICMS, PIS nem COFINS. Para determinar a parcela de exportação, foi calculado o percentual de deduções de vendas do período de 1999 a 2003, e o percentual encontrado em relação a 21,25% foi o valor considerado de vendas isentas.

Foi aplicado um percentual sobre o faturamento obtido nas projeções utilizadas conforme critério anteriormente descrito. No decorrer do período analisado, ou seja, de 1999 a 2003, houve mudanças significativas na tributação das empresas tributadas pelo Lucro Real<sup>6</sup>, notadamente PIS e COFINS. Para tanto, foram considerados como projeção os seguintes percentuais, conforme tabela 5.

Tabela 5 – Tributos sobre vendas

<b>Tributo</b>	<b>Alíquota</b>
PIS	1,65%
COFINS	7,60%
ICMS	12,00%
<b>Total Deduções Vendas</b>	<b>21,25%</b>

Fonte: Elaboração própria

O percentual de 21,25%, correspondente às deduções de vendas, refere-se aos impostos integrais, sem nenhum incentivo. Neste estudo, o incentivo ocorre no valor do

<sup>6</sup> Lucro Real é o Lucro líquido ajustado para fins de cálculo do Imposto de Renda, conforme prevê o Regulamento do Imposto de Renda.

ICMS; não é recolhida a totalidade do valor apurado, sendo parte concedida a título de isenção ou financiamentos, que no futuro são pagos com descontos que podem chegar a 99% dependendo do projeto aprovado pelo Conselho de Desenvolvimento Industrial da Secretaria de Desenvolvimento Econômico..

As empresas envolvidas no estudo, além de vender para o Brasil, também exportam. Para dimensionar o percentual de exportação, calculou-se qual foi a dedução de vendas do período de 1999 a 2003; o percentual foi comparado com 21,25% e reduziu, já que no caso de exportação, não há incidência de nenhum imposto destacado na tabela 5.

Logo, para chegar ao percentual de deduções de vendas, constatou-se o total de incentivo obtido pela empresa no período de 1999 a 2003, dividido pelo faturamento total. O percentual obtido foi deduzido de 21,25%, a fim de se projetar a dedução das vendas sem incentivos, conforme equação 6.

$$DVI = DV - \frac{\sum IFP_t}{\sum FP_t} \quad (6)$$

Onde: DV = Deduções de vendas = 21,25%, no estudo; DVI = Deduções de vendas incentivadas; IFP = Incentivo Fiscal do Período 2000 a 2003, e FP = Faturamento do Período 2000 a 2003.

Embora na contabilização do incentivo não haja uma uniformização entre as empresas, já que é contabilizado tanto como Receita como Reserva de capital no Patrimônio Líquido, neste estudo foi considerada a dedução de venda líquida dos incentivos, como se a dívida de ICMS não existisse; isso impacta diretamente nas deduções de vendas; calcularam-se os percentuais, conforme tabela 6.

Tabela 6 – Cálculo do Percentual de Incentivos – 2000 a 2003

	<b>Receita 2000 a 2003 - R\$ mil</b>	<b>Dedução da Receita - R\$ mil</b>	<b>Dedução sobre Receita- %</b>	<b>Incentivo</b>	<b>Dedução da Receita</b>	<b>Diferença de Incentivo</b>
	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>B / A = C</b>	<b>D</b>	<b>C-(D/A)=E</b>	<b>C-E</b>
Guararapes	876.867	147.210	16,79%	29.862	13,38%	3,41%
Vicunha	5.139.335	719.740	14,00%	18.486	13,64%	0,36%
Coteminas	2.901.175	539.221	18,59%	10.487	18,22%	0,36%
Empresa Ltda	958.112	176.444	18,42%	18.748	16,46%	1,96%

Fonte: Elaboração própria

Foi considerado no cálculo apenas o período de quatro anos, em função de terem sido disponibilizados dados correspondentes aos incentivos desse período.

O custo das mercadorias vendidas foi obtido através da divisão do custo dos produtos vendidos no ano de 2003 pelo faturamento de 2003, obtendo-se, assim, o percentual que foi projetado para os 10 anos subsequentes. A razão de utilizar apenas o ano de 2003, e não a média dos últimos 5 anos, foi devido às mudanças no PIS e COFINS, que influenciam diretamente no custo dos produtos vendidos. Com isso, optou-se por utilizar a posição de 2003, que já continha as mudanças tributárias assumidas para os anos subsequentes, conforme demonstrado na tabela 7.

Tabela 7 – Receita x CMV – 2003

<b>EMPRESA</b>	<b>RECEITA</b>	<b>CMV</b>	<b>%</b>
Guararapes	298.711	186.370	62,39%
Vicunha	1.639.680	1.090.985	66,54%
Coteminas	1.277.198	733.077	57,40%
Empresa Ltda	333.605	210.333	63,05%

Fonte: Elaboração própria com base nos Balanços

As despesas gerais, outras receitas (despesas) operacionais e receitas e despesas financeiras, de cada cenário, foram projetada em função do percentual de crescimento das vendas, deduzido de 40%. Essa redução serviu para considerar um ganho de escala, já que as despesas gerais geralmente não sofrem aumento proporcional ao faturamento e teve uma situação em cada cenário projetado.

Para o primeiro cenário, os percentuais utilizados para as despesas gerais estão descritos na tabela 8, sendo o percentual das despesas gerais correspondentes ao percentual do faturamento deduzido de 40%, conforme já comentado anteriormente.

Tabela 8 – Despesas Gerais - Cenário I

<b>EMPRESA</b>	<b>% FATURAMENTO</b>	<b>DESPESAS GERAIS</b>
Guararapes	11,13%	6,68%
Vicunha	1,23%	0,74%
Coteminas	12,76%	7,66%
Empresa Ltda	14,90%	8,94%

Fonte: Elaboração própria

Para o segundo cenário, utilizou-se a projeção do IGPM<sup>7</sup> para o faturamento, e as despesas gerais tiveram os percentuais constantes da tabela 9.

Tabela 9 – Despesas Gerais - Cenário II

<b>EMPRESA</b>	<b>% FATURAMENTO</b>	<b>DESPESAS GERAIS</b>
Guararapes	6,28%	3,77%
Vicunha	6,28%	3,77%
Coteminas	6,28%	3,77%
Empresa Ltda	6,28%	3,77%

Fonte: Elaboração própria

Para o terceiro cenário, na projeção das despesas gerais utilizaram-se os percentuais constantes da tabela 10, baseados no percentual de crescimento calculado na tabela 4; diminuído o percentual de 40% chegou-se ao percentual utilizado para as despesas gerais.

Tabela 10 – Despesas Gerais – Cenário III

<b>EMPRESA</b>	<b>% FATURAMENTO</b>	<b>DESPESAS GERAIS</b>
Guararapes	3,72%	2,23%
Vicunha	9,23%	5,54%
Coteminas	21,11%	12,67%
Empresa Ltda	19,81%	11,89%

Fonte: Elaboração própria

Para cálculo das Depreciações e Amortizações, foi considerado o valor registrado na Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), para os anos de 2001, 2002 e 2003; dividindo-se pelo saldo do imobilizado e diferido, a média dos percentuais dos três anos foi aplicada sobre o saldo em 31/12/2003. O valor obtido foi considerado para todos os anos da previsão, conforme demonstrado na tabela 11.

<sup>7</sup> IGPM projetado de acordo com Relatório de Mercado do Banco Central, do dia 02 de janeiro de 2004

Tabela 11 – Saldo do imobilizado e diferido – 31/dezembro de cada ano – R\$ mil

<b>EMPRESA</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
Guararapes	62.924	59.627	57.696
Vicunha	603.609	600.920	654.098
Coteminas	796.590	872.924	928.903
Empresa Ltda	46.658	52.372	57.726

Fonte: Elaboração própria

A seguir, foi obtido o valor da depreciação e amortização considerada na Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), conforme tabela 12.

Tabela 12 – Despesa de depreciação e amortização, conforme DOAR – R\$ mil

<b>EMPRESA</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
Guararapes	7.247	12.410	13.363
Vicunha	44.051	51.450	54.625
Coteminas	55.089	66.245	71.069
Empresa Ltda	11.412	10.894	16.012

Fonte: Elaboração própria

O valor lançado na DOAR foi calculado com o percentual em relação ao custo do imobilizado e diferido, de acordo com o demonstrado na tabela 13.

Tabela 13 – Depreciações e amortizações em relação ao saldo de balanço

<b>EMPRESA</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>MÉDIA</b>	<b>SALDO 31/12/2003</b>	<b>DESPESA</b>
				<b>(A)</b>	<b>(B)</b>	<b>(A)*(B)</b>
Guararapes	11,52%	20,81%	23,16%	18,50%	57.696	10.672
Vicunha	7,30%	8,56%	8,35%	8,07%	654.098	52.788
Coteminas	6,92%	7,59%	7,65%	7,39%	928.903	68.600
Empresa Ltda	24,46%	20,80%	27,74%	24,33%	57.726	14.046

Fonte: Elaboração própria

A equivalência patrimonial e resultado não operacional foram projetados utilizando-se a média dos anos de 1999 a 2003, repetindo-se para os anos subsequentes.

O cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social Sobre o Lucro (CSSL) foram realizados utilizando-se a média da despesa de IRPJ e CSSL, do período de 1999 a 2003, em relação ao resultado antes da CSSL e IRPJ, adicionado o resultado da equivalência patrimonial. O resultado percentual obtido foi aplicado sobre a mesma base projetada para os anos de 2004 a 2013.

Foram considerados como probabilidade de ocorrência de cada cenário 33,33%. No último ano, foi acrescida a perpetuidade, considerando o mesmo resultado do décimo ano, dividido pelo Custo Médio Ponderado de Capital.

O Beta utilizado para cálculo foi obtido através da Economática<sup>8</sup> para correspondente às ações ordinárias. Refere-se ao Beta de 60 meses em dezembro de 2003. Para a empresa limitada que não possui tal informação do Beta, foi utilizada a média das outras três empresas (TABELA 14).

Tabela 14 – Beta - Dezembro/2003 - 60 MESES

	PN	ON	MÉDIA	
Guararapes	0,5	0,60	0,55	
Vicunha	0,4	0,40	0,40	(*)
Coteminas	0,6	0,20	0,40	
Empresa Ltda	0,5	0,40	0,45	

Fonte: Economática (2005).

(\*) utilizados dados dezembro/2004, devido não haver até 2003.

Para cálculo do custo de capital próprio através do CAPM, é necessário conhecer, primeiro, qual a taxa de retorno do ativo livre de Risco (Rf) e o retorno médio da carteira de mercado (Rm). Gonçalves Jr. (2003) utilizou como taxa de retorno do ativo livre de risco para o Brasil o retorno das aplicações em CDI. Segundo o autor, essa taxa fica em torno de 7,33% já descontada a inflação. O retorno da carteira de mercado considerado foi o IBOVESPA, que, segundo Gonçalves Jr. (2003) foi de 11,43%. De acordo com as premissas acima, a equação que representará o custo de capital a ser utilizado para diferentes níveis de Beta será de acordo com a equação 7.

$$R_i = 7,33\% + (11,33\% - 7,33\%) \& \beta_i \quad (7)$$

Para o imposto de renda, foi calculado o valor da despesa de imposto de renda, somado com o da contribuição social do período de 1999 a 2003, dividindo-se o resultado pelo somatório do resultado, antes do imposto de renda adicionado ao resultado de equivalência patrimonial. O percentual obtido foi aplicado nas projeções, mesmo considerando que o percentual de imposto de renda e contribuição social tendem a ser de 33%.

<sup>8</sup> O sistema economática é uma ferramenta para análise de investimento em ações (ECONOMÁTICA, 2005).

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme afirmado no item 3.2, no presente estudo foi efetuada a avaliação em quatro empresas de grande porte, localizadas em municípios da região metropolitana de Natal, notadamente no Distrito Industrial de Natal e Macaíba. Todas as empresas possuem seus balanços auditados por grandes empresas de auditoria, integrantes das *big five*, o que nos dar segurança dos números que foram tomados como base para o estudo.

Baseado nas premissas já comentadas no capítulo quatro, foram construídas para cada uma das empresas avaliadas, projeções necessárias para o processo de avaliação. Nesse capítulo, será demonstrado o estudo com todas as doze tabelas correspondentes ao Guararapes Confeccões. No entanto, para as demais empresas, os seus dados serão inseridos em apêndices, tendo em vista tratar-se de 48 tabelas, 12 para cada empresa. Entretanto, todas serão comentadas e devidamente referenciadas.

A tabela 15 apresenta o Balanço Patrimonial dos exercícios findo em 31 de dezembro de 1999 a 2003 com as contas do ativo.

Tabela 15 – Guararapes – em R\$ mil – 31/12 de cada ano

<b>BALANÇO PATRIMONIAL – ATIVO</b>					
	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>
<i>Circulante</i>	84.922	86.548	96.465	113.966	139.789
Disponibilidades	3.680	2.734	20.401	3.865	9.032
Contas a receber de clientes	28.870	29.114	38.970	59.463	69.818
Títulos a receber	1.011	450			
Estoques	19.619	16.705	23.299	38.297	40.607
Outros	31.742	37.545	13.795	12.341	20.332
<i>Realizável a Longo Prazo</i>	562	506	777	988	687
Outros	562	506	777	988	687
<i>Permanente</i>	393.878	476.783	507.871	589.168	629.641
Investimentos	357.598	441.165	444.947	529.541	571.945
Imobilizados – Custo			62.924	59.627	55.675
Diferido	36.280	35.618			2.021
<i>Total do Ativo</i>	<b>479.362</b>	<b>563.837</b>	<b>605.113</b>	<b>704.122</b>	<b>770.117</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

A tabela 15 serviu para, junto com a tabela 16, fazer as reclassificações do balanço para elaborar o balanço reclassificado constante da tabela 15, e calcular o endividamento da

empresa, necessário para cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital. Na tabela 16, é demonstrado o Balanço patrimonial com as contas do passivo, no período de 1999 a 2003, exercícios findo em 31 de dezembro.

Tabela 16 – Guararapes - em R\$ mil – 31/12 de cada ano

<b>BALANÇO PATRIMONIAL – PASSIVO</b>					
	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>
<i>Circulante</i>	23.037	28.440	37.351	49.364	47.041
Fornecedores	5.177	7.056	16.063	21.215	24.850
Tributos e contribuições sociais	2.431	2.406	4.590	5.443	5.544
Empréstimos e financiamentos	599	803	466	102	109
Dividendos a pagar	13.452	16.293	12.905	18.852	11.581
Provisões			1.364	1.146	2.162
Adiantamentos de clientes			1.963	2.606	2.795
Outros	1.378	1.882			
<i>Exigível a Longo Prazo</i>	1.191	15.604	112	9.575	29.957
Empréstimos e financiamentos	1.191	477	112	137	3.400
Outros		15.127		9.438	26.557
<i>Patrimônio Líquido</i>	455.134	519.793	567.650	645.183	693.119
Capital social	400.000	450.000	501.169	560.000	600.000
Reserva de capital	12.982	14.380	7.853	17.815	12.414
Reserva de lucros	42.152	55.413	58.628	67.368	80.705
<i>Total do Passivo + PL</i>	479.362	563.837	605.113	704.122	770.117

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

A seguir, o Balanço reclassificado, a fim de se calcular o endividamento da empresa que servirá de base para o custo do Custo Médio Ponderado de Capital. A análise demonstra que praticamente inexistente endividamento nessa empresa, já que o percentual de capital de terceiros representa apenas 0,5% e capital próprio 99,5%, conforme descrito na tabela 17.

Tabela 17 – Balanço Patrimonial Reclassificado – Guararapes em R\$ mil – em 31/12 de cada ano

	<b>1999</b>		<b>2000</b>		<b>2001</b>		<b>2002</b>		<b>2003</b>	
	<b>R\$</b>	<b>%</b>								
Ativo total	479.362		563.837		605.113		704.122		770.117	
(-) Passivo operacional	22.438		27.637		35.521		48.116		44.770	
Ativo líquido	456.924		536.200		569.592		656.006		725.347	
Passivo oneroso	1.790	0,39	1.280	0,25	578	0,10	239	0,04	3.509	0,50
Patrimônio líquido	455.134	99,61	519.793	99,75	567.650	99,90	645.183	99,96	693.119	99,50
Total passivo	456.924	100,00	521.073	100,00	568.228	100,00	645.422	100,00	696.628	100,00

Fonte: Elaboração própria

Nas tabelas 18 a 23, apresenta-se o fluxo de caixa projetado para os anos de 2004 a 2013, assim como o resultado realizado de 2003, as premissas já descritas no capítulo anterior. Esse fluxo de caixa foi obtido utilizando-se do método indireto, ou seja, fez-se

necessário construir inicialmente a demonstração do resultado e, a partir da apuração do lucro, obteve-se o fluxo de caixa. Conforme pode ser observada nas tabelas 18 a 20, em todos os cenários a projeção resultou em valores crescentes para o resultado com incentivo.

A partir do lucro líquido do exercício, soma-se a depreciação do exercício – que representa uma despesa não desembolsável – a variação do capital de giro e investimento e a variação na dívida decorrente do capital de terceiros. Com essa operação, obtem-se o fluxo de caixa dos acionistas, conforme consta das tabelas 21 a 23.





Tabela 20 – Guararapes - Demonstração do Resultado - Cenário III - R\$ mil

	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receita operacional											
Vendas de combustíveis	298.711	309.809	321.318	333.256	345.637	358.478	371.795	385.608	399.934	414.792	430.202
Deduções à receita operacional											
ICMS/PIS/COFINS.	(52.174)	(41.142)	(42.670)	(44.256)	(45.900)	(47.605)	(49.374)	(51.208)	(53.110)	(55.083)	(57.130)
Total das deduções	(52.174)	(41.142)	(42.670)	(44.256)	(45.900)	(47.605)	(49.374)	(51.208)	(53.110)	(55.083)	(57.130)
Receita Líquida	246.537	268.667	278.648	289.000	299.737	310.873	322.422	334.400	346.824	359.709	373.072
(-) Custo das mercadorias vendidas	(186.370)	(193.290)	(200.471)	(207.918)	(215.643)	(223.654)	(231.963)	(240.581)	(249.519)	(258.789)	(268.403)
Lucro bruto	60.167	75.377	78.178	81.082	84.094	87.218	90.459	93.819	97.305	100.920	104.669
Despesa operacional											
Despesas gerais	(16.504)	(17.117)	(17.753)	(18.413)	(19.097)	(19.806)	(20.542)	(21.305)	(22.097)	(22.918)	(23.769)
Depreciação	(13.363)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.672)	(10.673)
Equivalencia patrimonial	2.746	12.178	12.630	13.099	13.586	14.091	14.614	15.157	15.720	16.304	16.910
Outras receitas (despesas) operacionais	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476	36.476
	9.355	20.864	20.681	20.491	20.293	20.088	19.876	19.656	19.428	19.191	18.944
sub total	69.522	96.242	98.858	101.573	104.387	107.307	110.335	113.475	116.732	120.111	123.613
Receita (despesa) financeira											
Receitas financeiras	16.941	17.319	17.705	18.099	18.503	18.915	19.337	19.768	20.209	20.659	21.119
Despesas financeiras	(3.987)	(4.516)	(5.116)	(5.796)	(6.565)	(7.437)	(8.425)	(9.544)	(10.811)	(12.247)	(13.873)
	12.954	12.802	12.588	12.304	11.937	11.478	10.912	10.224	9.398	8.412	7.247
Resultado operacional	82.476	109.044	111.447	113.876	116.325	118.785	121.247	123.700	126.130	128.523	130.860
Resultado não operacional	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)	(2.893)
Lucro (prej.) antes da CSSL e IR	79.583	106.151	108.554	110.983	113.432	115.892	118.354	120.807	123.237	125.630	127.967
Contribuição social e IR	(14.748)	(89.597)	(91.625)	(93.676)	(95.743)	(97.819)	(99.897)	(101.967)	(104.019)	(106.039)	(108.011)
Lucro (prejuízo) do exercício	64.835	16.554	16.928	17.307	17.689	18.073	18.457	18.839	19.218	19.591	19.956
Incentivo ICMS	(10.186)	(10.564)	(10.957)	(11.364)	(11.786)	(12.224)	(12.678)	(13.149)	(13.638)	(14.144)	(14.670)
Incentivo IRPJ	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado sem incentivos	54.649	5.989	5.972	5.943	5.903	5.849	5.778	5.690	5.580	5.447	5.286
				Crescimento -----	3,72%						
				CMV-----	62,39%						
				Despesa gerais e adm-->	2,23%						
				Pis cofins e icms	13,28%						
				IR e CSSL -----	84,41%						
				ALÍQUOTAS SEM INCENTIVOS FISCAIS							
				Pis Cofins e icms	16,69%						
				IR e CSSL	84,41%						

Fonte: Elaboração própria

Tabela 21 – Guararapes - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	246.537	287.874	319.915	355.521	395.091	439.064	487.932	542.239	602.590	669.659	744.192
(-) Custo dos produtos vendidos	(186.370)	(207.108)	(230.159)	(255.776)	(284.244)	(315.880)	(351.038)	(390.108)	(433.528)	(481.779)	(535.401)
LUCRO BRUTO	60.167	80.766	89.755	99.745	110.847	123.184	136.894	152.131	169.063	187.880	208.791
(-) Desp. Adm. e Gerais	(16.504)	(17.606)	(18.782)	(20.036)	(21.374)	(22.802)	(24.324)	(25.949)	(27.681)	(29.530)	(31.502)
(-) Desp. Financ. Líquidas	12.954	13.819	14.742	15.726	16.777	17.897	19.092	20.367	21.727	23.178	24.726
(-) Outras	22.966	38.678	41.277	44.049	47.006	50.161	53.526	57.116	60.946	65.031	69.390
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	79.583	115.657	126.992	139.484	153.255	168.440	185.188	203.665	224.055	246.559	271.404
(-) Provisão p/ IR e CS	(14.748)	(19.164)	(21.042)	(23.112)	(25.394)	(27.910)	(30.685)	(33.747)	(37.125)	(40.854)	(44.971)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.835	96.493	105.950	116.372	127.861	140.530	154.503	169.919	186.929	205.705	226.434
+ Depreciação	13.363	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672
- Aumento no Capital de Giro	20.983	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento da Dívida de Terceiros	13.118	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(40.473)	(96.493)	(105.950)	(116.372)	(127.861)	(140.530)	(154.503)	(169.919)	(186.929)	(205.705)	(226.434)
+ Valor Contábil de Ativos Retirados											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	110.806	203.659	222.572	243.416	266.395	291.732	319.678	350.509	384.531	422.082	463.539
(+) Fluxo de Caixa Anterior	517.487	628.293	831.952	1.054.524	1.297.940	1.564.335	1.856.067	2.175.745	2.526.255	2.910.786	3.332.868
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	628.293	831.952	1.054.524	1.297.940	1.564.335	1.856.067	2.175.745	2.526.255	2.910.786	3.332.868	3.796.407
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	110.806	203.659	222.572	243.416	266.395	291.732	319.678	350.509	384.531	422.082	463.539
(-) Perda de incentivos fiscais		(11.320)	(12.580)	(13.980)	(15.536)	(17.265)	(19.186)	(21.322)	(23.695)	(26.332)	(29.263)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	110.806	192.339	209.992	229.437	250.859	274.468	300.492	329.187	360.836	395.750	434.276
(+) Fluxo de Caixa Anterior	517.487	628.293	820.632	1.030.624	1.260.061	1.510.920	1.785.387	2.085.879	2.415.067	2.775.903	3.171.653
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>628.293</b>	<b>820.632</b>	<b>1.030.624</b>	<b>1.260.061</b>	<b>1.510.920</b>	<b>1.785.387</b>	<b>2.085.879</b>	<b>2.415.067</b>	<b>2.775.903</b>	<b>3.171.653</b>	<b>3.605.929</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário A:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria

Tabela 22 – Guararapes - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	246.537	275.311	292.600	310.976	330.505	351.261	373.320	396.764	421.681	448.163	476.307
(-) Custo dos produtos vendidos	(186.370)	(198.070)	(210.508)	(223.728)	(237.778)	(252.711)	(268.581)	(285.448)	(303.374)	(322.426)	(342.674)
LUCRO BRUTO	60.167	77.241	82.092	87.247	92.727	98.550	104.739	111.316	118.307	125.737	133.633
(-) Desp. Adm. e Gerais	(16.504)	(17.126)	(17.771)	(18.441)	(19.136)	(19.857)	(20.605)	(21.381)	(22.187)	(23.023)	(23.890)
(-) Desp. Financ. Líquidas	12.954	13.442	13.949	14.474	15.020	15.586	16.173	16.782	17.415	18.071	18.752
(-) Outras	22.966	37.385	38.811	40.291	41.827	43.420	45.074	46.790	48.571	50.418	52.334
LUCRO OPERAC. LIQUIDO	79.583	110.942	117.081	123.572	130.437	137.699	145.381	153.507	162.105	171.203	180.829
(-) Provisão p/ IR e CS	(14.748)	(18.383)	(19.400)	(20.475)	(21.613)	(22.816)	(24.089)	(25.436)	(26.860)	(28.368)	(29.963)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.835	92.560	97.681	103.096	108.824	114.883	121.292	128.071	135.245	142.835	150.866
+ Depreciação	13.363	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.673
- Aumento no Capital de Giro	20.983	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	13.118	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(40.473)	(92.560)	(97.681)	(103.096)	(108.824)	(114.883)	(121.292)	(128.071)	(135.245)	(142.835)	(150.866)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	110.806	195.791	206.033	216.865	228.321	240.437	253.255	266.815	281.162	296.342	312.405
(+) Fluxo de Caixa Anterior	517.487	628.293	824.084	1.030.118	1.246.983	1.475.303	1.715.741	1.968.996	2.235.811	2.516.972	2.813.314
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	628.293	824.084	1.030.118	1.246.983	1.475.303	1.715.741	1.968.996	2.235.811	2.516.972	2.813.314	3.125.719
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	110.806	195.791	206.033	216.865	228.321	240.437	253.255	266.815	281.162	296.342	312.405
(-) Perda de incentivos fiscais		(10.826)	(11.506)	(12.228)	(12.996)	(13.812)	(14.680)	(15.602)	(16.581)	(17.623)	(18.729)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	110.806	184.966	194.528	204.637	215.324	226.625	238.575	251.213	264.580	278.719	293.675
(+) Fluxo de Caixa Anterior	517.487	628.293	813.259	1.007.786	1.212.423	1.427.748	1.654.373	1.892.948	2.144.162	2.408.742	2.687.461
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>628.293</b>	<b>813.259</b>	<b>1.007.786</b>	<b>1.212.423</b>	<b>1.427.748</b>	<b>1.654.373</b>	<b>1.892.948</b>	<b>2.144.162</b>	<b>2.408.742</b>	<b>2.687.461</b>	<b>2.981.137</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário B:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria

Tabela 23 – Guararapes Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	246.537	268.667	278.648	289.000	299.737	310.873	322.422	334.400	346.824	359.709	373.072
(-) Custo dos produtos vendidos	(186.370)	(193.290)	(200.471)	(207.918)	(215.643)	(223.654)	(231.963)	(240.581)	(249.519)	(258.789)	(268.403)
LUCRO BRUTO	60.167	75.377	78.178	81.082	84.094	87.218	90.459	93.819	97.305	100.920	104.669
(-) Desp. Adm. e Gerais	(16.504)	(17.117)	(17.753)	(18.413)	(19.097)	(19.806)	(20.542)	(21.305)	(22.097)	(22.918)	(23.769)
(-) Desp. Financ. Líquidas	12.954	12.802	12.588	12.304	11.937	11.478	10.912	10.224	9.398	8.412	7.247
(-) Outras	22.966	35.089	35.541	36.010	36.497	37.002	37.525	38.068	38.631	39.215	39.820
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	79.583	106.151	108.554	110.983	113.432	115.892	118.354	120.807	123.237	125.630	127.967
(-) Provisão p/ IR e CS	(14.748)	(17.589)	(17.987)	(18.390)	(18.795)	(19.203)	(19.611)	(20.017)	(20.420)	(20.816)	(21.204)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.835	88.562	90.567	92.594	94.637	96.689	98.743	100.789	102.817	104.813	106.763
+ Depreciação	13.363	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.672	10.673
- Aumento no Capital de Giro	20.983	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	13.118	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(40.473)	(88.562)	(90.567)	(92.594)	(94.637)	(96.689)	(98.743)	(100.789)	(102.817)	(104.813)	(106.763)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	37.725	187.796	191.806	195.859	199.945	204.050	208.158	212.251	216.306	220.299	224.199
(+) Fluxo de Caixa Anterior	124.252	161.977	349.773	541.579	737.438	937.383	1.141.434	1.349.592	1.561.842	1.778.149	1.998.448
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	161.977	349.773	541.579	737.438	937.383	1.141.434	1.349.592	1.561.842	1.778.149	1.998.448	2.222.647
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	37.725	187.796	191.806	195.859	199.945	204.050	208.158	212.251	216.306	220.299	224.199
(-) Perda de incentivos fiscais		(10.564)	(10.957)	(11.364)	(11.786)	(12.224)	(12.678)	(13.149)	(13.638)	(14.144)	(14.670)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	37.725	177.231	180.849	184.495	188.159	191.826	195.480	199.102	202.668	206.155	209.529
(+) Fluxo de Caixa Anterior	124.252	161.977	339.208	520.057	704.553	892.712	1.084.538	1.280.018	1.479.119	1.681.788	1.887.942
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	161.977	339.208	520.057	704.553	892.712	1.084.538	1.280.018	1.479.119	1.681.788	1.887.942	2.097.471
<b>Premissas de Projeção para o Cenário C:</b>											
1) Probab. Ocorrência:	33%										

Fonte: Elaboração própria

Com a apuração do fluxo de caixa, faz-se necessário determinar a taxa de desconto do fluxo de caixa. Uma vez calculado o valor do fluxo de caixa dos acionistas, a taxa de desconto adequada é o custo do capital próprio, conforme consta da tabela 1, anteriormente apresentada. A tabela 24 apresenta o cálculo da taxa de desconto, incluindo o WACC.

Tabela 24 – Guararapes - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM:

$Re = Rf + (Rm - Rf)Bi =$	9,59%
CCP = Custo do Capital Próprio	
$Rf =$ Taxa livre de risco	7,33%
$Rm =$ Rendimento médio do mercado	11,43%
$Bi =$ Beta médio do setor	0,55
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$	9,59%

Fonte: Elaboração própria

A tabela 25 apresenta os valores calculados a partir das tabelas 18 a 24. A tabela 25, que demonstra o valor da empresa, foi obtida através de informações oriundas das tabelas 21, 22 e 23, onde é demonstrado o fluxo de caixa dos acionistas, e na tabela 24, onde é demonstrado o custo do capital próprio ( $Ke$ ) que, no caso da Guararapes, foi de 9,59%.

Em função das premissas, foi considerada a probabilidade de ocorrência de cada um dos cenários equivalente a 1/3 e, ao final de 10 anos, no ano 2013, foi assumido o fluxo gerado nesse ano como perpetuidade. Baseado nas premissas assumidas nesse estudo, o valor da Guararapes com incentivo fiscal seria de R\$ 2.922.064 mil e, sem incentivo, seria de R\$ 2.456.205 mil, tendo o efeito na avaliação econômica R\$ 465.860 mil, o que corresponde a 15,943% de seu valor. Não é possível afirmar que o valor da empresa teria esse impacto, caso inexistisse o incentivo, já que em uma avaliação econômica seriam considerados outros fatores subjetivos e específicos de cada uma empresa. Entretanto, considerando como verdadeiras as premissas assumidas e sem considerar outros incentivos que a empresa venha a possuir, como por exemplo, o incentivo de redução de Imposto de Renda, em função de estar localizada no Nordeste, o valor da empresa seria o demonstrado anteriormente.

Tabela 25 – Guararapes - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil

<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		203.659	222.572	243.416	266.395	291.732	319.678	350.509	384.531	422.082	5.247.265
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		195.791	206.033	216.865	228.321	240.437	253.255	266.815	281.162	296.342	3.536.421
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		187.796	191.806	195.859	199.945	204.050	208.158	212.251	216.306	220.299	2.537.934
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	195.748	206.802	218.711	231.550	245.403	260.359	276.519	293.992	312.898	3.773.750
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			2.918.555								
<b>(+) Dívidas</b>			3.509								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>2.922.064</b>								
<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO SEM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		192.339	209.992	229.437	250.859	274.468	300.492	329.187	360.836	395.750	4.916.008
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		184.966	194.528	204.637	215.324	226.625	238.575	251.213	264.580	278.719	3.324.406
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		177.231	180.849	184.495	188.159	191.826	195.480	199.102	202.668	206.155	209.529
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	184.845	195.122	206.187	218.111	230.969	244.844	259.828	276.021	293.533	2.816.387
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			2.452.696								
<b>(+) Dívidas</b>			3.509								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>2.456.205</b>								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (R\$)</b>			465.860								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (%)</b>			15,943%								

Fonte: Elaboração própria

A segunda empresa analisada foi a Vicunha, e seus dados estão demonstrados através dos Apêndices A ao K. No Apêndice A, tem-se a Demonstração do Resultado do período de 1999 a 2003; no Apêndice B, tem-se o Balanço Patrimonial com as contas do ativo do período de 1999 a 2003 e as contas do passivo do mesmo período. Baseado no apêndice B foi elaborado o Apêndice C, onde consta o Balanço reclassificado, visando calcular a estrutura de capital da empresa, sendo demonstrado o passivo oneroso e o capital próprio.

A estrutura de capital descrita no Apêndice C mostra que 50% de seu capital são de terceiros, enquanto 50% representam capital próprio.

Com base nesse estudo resumido no Apêndice K, é demonstrado que o fluxo de caixa dos três cenários resultantes das premissas empregadas nesse estudo e com a perpetuidade no último ano devidamente demonstrado nos Apêndices G, H e I. Ao final, chegou-se ao valor da empresa, considerando os incentivos fiscais de R\$ 3.777.099 mil, enquanto que o seu valor sem incentivo é de R\$ 3.064.600 mil, resultando em R\$ 712.499 mil e equivalendo a 18,864% no valor da empresa.

A terceira empresa analisada foi a Coteminas, sendo demonstrado através dos Apêndices L ao V. O Apêndice M, demonstra o Balanço patrimonial com as contas do ativo para o período de 1999 a 2003 e as contas do passivo para o mesmo período. Esse apêndice serviu de base para elaborar o Balanço reclassificado, demonstrando a estrutura de endividamento da empresa, conforme consta do Apêndice N. A estrutura de capital demonstrada no Apêndice N ratifica-se que o capital de terceiro é de 12,07% e o capital próprio é de 87,93% .

Em função das premissas utilizadas, já demonstradas no capítulo 4, foram projetados 3 cenários com a mesma probabilidade para cada um de acontecimento, sendo assumida a perpetuidade no décimo ano, considerando o mesmo fluxo do décimo ano.

Baseado nessas premissas assumidas neste estudo, o valor da Coteminas, considerando os incentivos fiscais, é de R\$ 8.869.462 mil, enquanto que seu valor sem incentivos é de R\$ 6.059.222 mil, o que dá um ganho de R\$ 2.810.240 mil, que corresponde a 31,684% de seu valor.

A quarta empresa, por se tratar de uma empresa Limitada, não tendo suas informações divulgadas através de jornais e pelo sítio da Comissão de Valores Mobiliários como as demais, terá seu nome preservado. Será referido à mesma como “Empresa Ltda”, e seus dados encontram-se nos Apêndices W ao GG.

No Apêndice X, é demonstrado o Balanço patrimonial com as contas do ativo e as contas do passivo. Baseado nesse apêndice, foi elaborado o Balanço reclassificado demonstrado no Apêndice Y, onde consta a estrutura de endividamento da empresa, mostrando que 41,13% de seu capital referem-se a passivo oneroso, enquanto que 58,87% correspondem ao capital próprio. Essas informações, junto com a média das despesas financeiras, serviram para calcular o custo do capital que alimentará o Apêndice FF, que demonstra o custo do capital próprio ( $K_e$ ) que chegou baseado nas premissas assumidas ao percentual de 9,42% ao ano, que foi a taxa de desconto utilizada para se calcular o valor da empresa.

Com base nos fluxos de caixa demonstrados nos Apêndices CC, DD e EE, foi alimentado o Apêndice GG, onde consta o resumo dos três cenários assumidos como premissa para a empresa com incentivo fiscal, e outros três cenários para a empresa sem incentivo fiscal.

O resultado, baseado nas premissas assumidas, foi que o valor da Empresa Ltda com incentivos fiscais é de R\$ 2.266.690 mil, enquanto que, sem os incentivos, é de R\$ 2.064.525 mil, o que dá um impacto de R\$ 202.165 mil, correspondente a um percentual de 8,919%, conforme demonstrado no Apêndice GG.

Esse resultado contempla apenas o incentivo de ICMS concedido pelo estado do Rio Grande do Norte, além de que as premissas assumidas, sendo iguais para as demais empresas, fazem com que o resultado apresentado em valor podem não representar o real valor da empresa, tendo em vista que não considerou os demais incentivos e premissas inerentes a cada uma das empresas.

Baseado nos valores descritos anteriormente, pode-se constatar a diferença existente entre o valor da empresa com/sem incentivo fiscal. A tabela 26 apresenta esses resultados. Conforme pode ser notado, a concessão de incentivo fiscal provocou um acréscimo no valor das empresas. Entretanto, a inexistência do incentivo fiscal não seria suficiente para que a decisão de investimento das empresas fosse negativa. Em outras palavras, a existência do incentivo fiscal analisado não é decisivo no processo decisório de implantar, ou não, a indústria no Rio Grande do Norte. A maior diferença encontrada aconteceu com a maior empresa da amostra, a Coteminas. Enquanto que a menor diferença foi verificada na Empresa Limitada. Em média, a agregação de valor com o incentivo fiscal foi de 18,9%.

Tabela 26 – Resultados do Estudo - Valores em Reais mil

	<b>Com Incentivos</b>	<b>Sem Incentivos</b>	<b>Diferença</b>	<b>Efeito</b>
Guararapes	2.922.064	2.456.205	465.860	15,943%
Vicunha	3.777.099	3.064.600	712.499	18,864%
Coteminas	8.869.462	6.059.222	2.810.240	31,684%
Empresa Ltda	2.266.690	2.064.525	202.165	8,919%
<b>Total</b>	<b>17.835.315</b>	<b>13.644.552</b>	<b>4.190.764</b>	<b>18,853%</b>

Fonte: Elaboração própria

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O problema da presente investigação consistiu na análise do impacto do incentivo fiscal de ICMS, concedido pelo Estado do Rio Grande do Norte através do PROADI, no valor econômico das indústrias têxteis.

Como resultado do estudo no ramo têxtil, verificou-se que, embora haja efeito no valor da empresa, tais incentivos afetam diretamente o fluxo de caixa da empresa. Não foi verificada a total dependência como forma de sobrevivência. Essa afirmação considera que, caso nenhuma outra empresa venha a ter incentivos, o setor têxtil do Rio Grande do Norte seria competitivo, estando as empresas agregando valor, mesmo sem incentivos fiscais.

O valor com incentivos refere-se à avaliação da empresa, considerando o não desembolso integral do ICMS devido ao estado do Rio Grande do norte. Não foram considerados os incentivos de ICMS concedidos em outros estados em função de limitação da obtenção de tais dados, ficando o estudo apenas restrito ao Rio Grande do Norte, já que algumas das empresas analisadas têm unidades em outras unidades da Federação.

Não foram analisados outros incentivos diferentes de ICMS, como também os incentivos concedidos para outras unidades da Federação para as unidades localizadas fora do Rio Grande do Norte.

Como recomendação para futuras pesquisas, ressaltam-se os seguintes tópicos:

- o incluir no cálculo do efeito o incentivo fiscal de redução de Imposto de Renda Pessoa Jurídica;
- o analisar o custo da logística dessas empresas, já que, considerando que o Nordeste, e o Rio Grande do Norte em particular, não ser um Estado ou região produtora de algodão, que é a matéria-prima principal da indústria têxtil, como também não ser o principal mercado consumidor de produtos têxteis, que são as regiões Sul e Sudeste, mensurar o custo da logística em comparação com o incentivo fiscal;

- identificar, nas empresas que possuem benefícios fiscais, se as mesmas têm bons sistemas de gestão capazes de mensurar seus resultados com e sem incentivos, a fim de medir sua dependência, ou não, desses instrumentos governamentais, tendo em vista que uma das preocupações deste estudo foi o de identificar empresas que teriam dependência dos incentivos fiscais. Isso, para que as mesmas pudessem buscar políticas, para antes de os mesmos acabarem como se espera atualmente, o governo ou os órgãos de classe ligados às indústrias possam promover treinamentos, para que as empresas não venham a quebrar, caso, de fato, haja o fim dos incentivos fiscais.

## REFERÊNCIAS

ADACHI, V. Incentivo fiscal garante metade do lucro da Grendene. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 13 set. 2004. Empresas & Tecnologia, p. B1.

AGÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DO NORDESTE. Disponível em: <http://www.adene.gov.br>. Acesso em: 31 jan. 2005.

ANDERSEN, L. How options analysis can enhance managerial performance. **European Management Journal**, v. 20, n. 5, p. 505-511, 2002.

AMADOR, R. P. **Avaliação de empresas: uma aplicação aos clubes de futebol**. 2004. 135 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, Brasília, 2004.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BAER, W. **A industrialização e o desenvolvimento econômico do Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1979.

BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade – Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2003.

BORDIN, L. C. V. **ICMS: Gastos tributários e receita potencial**. VIII Prêmio de monografia do Tesouro Nacional. Brasília: ESAF, 2003.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. Portugal: McGraw-Hill, 1998.

BRUM, A. J. **O desenvolvimento econômico brasileiro**. Ijuí: Editora Unijui, 1999.

BURNS, R.; WALKER, J. Simultaneity of Value and Non-Cash Expenses in Small Business Valuation. **Journal of Small Business Management**; v. 29, n. 1, p. 10, jan. 1991.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Participantes do Mercado. Companhias Abertas**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 31 jan. 2005.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIM, J. **Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

\_\_\_\_\_. **Finanças corporativas aplicadas manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DOWNING, M. Incentives for Economic Development. **Economic Development Journal**, v. 3, n. 2, p. 73–80, Spring 2004.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <http://www.economatica.com/portugues/index fla.htm>. Acesso em: 31 jan. 2005.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO RIO GRANDE DO NORTE. Disponível em: <http://www.fiern.org.br>. Acesso em 15 abr. 2005

FERNANDEZ, P. **Creación de valor para los accionistas**. Barcelona: Gestion, 2000.

FREZATTI, F. **Gestão de valor na empresa**: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GONÇALVES JR., C. **Adjusted Present Value (APV)**: Avaliação de Negócios com Taxas de Desconto Diferenciadas. 2003. 181 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção) - Universidade Federal de Itajubá, Itajubá, 2003.

HIGUCHI, H.; HIGUCHI, F. H.; HIGUCHI, C. H. **Imposto de Renda das Empresas – Interpretação e prática**. 29 ed. São Paulo: Edição do Autor, 2004.

LAMY, M. F. Valuation of New Economy Firms. **Finance Índia**, Índia, v. 18, p. 497, Apr/May 2004.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, E. (ORG.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

NYGARD, W.; RAZAIRE, C. Probability – Based DCF: An Alternative to Point-Value Estimates. **The Appraisal Journal**, v. 67, n. 1, p. 68, jan 1999.

OLIVEIRA, D. P. R. de. **Manual de Avaliação de Empresas e Negócios**. São Paulo: Atlas, 2004.

PAMPLONA, E. O.; GONÇALVES JR, C. Uma aplicação do modelo Adjusted Present Value (APV) integrado a simulação de monte carlo na avaliação de investimentos. **Revista Pesquisa e Desenvolvimento Engenharia de Produção**, n. 4, p. 17–38, fev. 2005.

PASIN, R. M.. **Avaliação Relativa de Empresas por Meio da Regressão de Direcionadores de Valor**. 2004. 210 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

ROSS, S. A.; WESTERFILED, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

SECRETARIA DE ESTADO DA TRIBUTAÇÃO. Disponível em: <http://www.set.rn.gov.br/> Acesso em: 31 jan. 2005.

SECRETARIA DE ESTADO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Disponível em: <http://www.sedec.rn.gov.br/>. Acesso em: 05 fev. 2005.

SILVA, C. A. T.. Decisão Estratégica em Custos. **Revista Unb Contábil**, Brasília, v. 2, n. 2, 1999.

SILVA, C. A. T.; SOUSA, G.; KRAUSE, K. O Cálculo do custo de Capital Próprio e o uso da média: uma aplicação aos bancos integrantes do Ibovespa. **Revista Gestão Organizacional**, Chapecó, v. 1, n. 1, p. 55-63, 2004.

SOUSA, A. F. de; BASTOS, D. D.; MARTELNAC, R. Avaliação de Empresas Brasileiras de Capital Fechado. In: VI Semead. **Anais...** São Paulo, 2002.

SUPERINTENDÊNCIA PARA O DESENVOLVIMENTO DO NORDESTE. Disponível em: <http://www.sudene.gov.br>. Acesso em: 31 jan. 2005.

WEBER, R. Do better contracts make better economic development incentives? **Journal of the American Planning Association**, Chicago, v. 68, n. 1, p. 43-56, 2002.

## **APÊNDICES**

## APÊNDICE A - Vicunha - Demonstração do Resultado - R\$ mil

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Receita operacional</b>					
Receita Bruta de Venda de Bens ou Serviços	763.484	790.749	1.207.808	1.501.098	1.639.680
	763.484	790.749	1.207.808	1.501.098	1.639.680
Deduções à receita operacional					
ICMS/PIS/COFINS/ Desc e abatimentos	(100.270)	(97.882)	(162.898)	(224.560)	(234.400)
Receita Líquida	663.214	692.867	1.044.910	1.276.538	1.405.280
(-) Custo dos produtos vendidos	(488.174)	(504.457)	(803.687)	(913.207)	(1.090.985)
Lucro Bruto	175.040	188.410	241.223	363.331	314.295
Despesa operacional					
Despesas gerais e administrativas	(32.354)	(36.814)	(61.665)	(86.020)	(77.682)
Despesas com vendas	(57.489)	(59.872)	(83.957)	(89.703)	(96.515)
Depreciação	(44.051)	(44.051)	(44.051)	(51.450)	(54.625)
Depreciação - ajuste	44.051	44.051	44.051	51.450	54.625
Equivalência patrimonial	(2.411)	(5.569)	(87.882)	(36.223)	(11.346)
Outras receitas (despesas) operacionais	6.464	305	(1.874)	(22.772)	6.928
	(85.790)	(101.950)	(235.378)	(234.718)	(178.615)
<b>Sub total</b>	89.250	86.460	5.845	128.613	135.680
<b>Receita (despesa) financeira</b>					
Receitas financeiras	91.899	16.737	22.742	46.294	24.192
Despesas financeiras	(150.011)	(125.875)	(165.764)	(216.349)	(156.691)
	(58.112)	(109.138)	(143.022)	(170.055)	(132.499)
<b>Resultado operacional</b>	31.138	(22.678)	(137.177)	(41.442)	3.181
<b>Resultado não operacional</b>	820	(1.379)	17.047	(39.252)	23.913
<b>Lucro (prejuízo) antes da contribuição e do imposto de renda</b>	31.958	(24.057)	(120.130)	(80.694)	27.094
<b>Contribuição social e IRPJ</b>	(11.682)	2.333	(4.542)	(3.309)	(4.556)
<b>Lucro (prejuízo) do exercício</b>	20.276	(21.724)	(124.672)	(84.003)	22.538

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

## APÊNDICE B - Vicunha - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil

	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Circulante</b>	<b>276.901</b>	<b>457.106</b>	<b>629.081</b>	<b>642.627</b>	<b>806.172</b>
Disponibilidades	41.674	154.024	109.166	66.281	155.542
Contas a receber de clientes	109.641	111.286	173.075	258.644	267.536
Estoques	91.987	137.868	268.396	279.697	314.704
Outros	9.494	25.659	44.658	14.121	13.392
Impostos a recuperar	24.105	28.269	33.786	23.884	54.998
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>29.427</b>	<b>31.596</b>	<b>59.907</b>	<b>40.120</b>	<b>63.628</b>
Créditos com pessoas ligadas	7.236	8.865	6.121	6.262	16.083
Créditos tributários	6.078	7.008	25.495	9.549	15.306
Outros	16.113	15.723	28.291	24.309	32.239
<b>Permanente</b>	<b>831.692</b>	<b>826.623</b>	<b>672.643</b>	<b>609.653</b>	<b>667.567</b>
Investimentos	385.195	419.094	69.034	8.733	13.469
Imobilizados - Custo	416.301	401.209	569.426	545.817	589.912
Diferido	30.196	6.320	34.183	55.103	64.186
<b>Total do Ativo</b>	<b>1.138.020</b>	<b>1.315.325</b>	<b>1.361.631</b>	<b>1.292.400</b>	<b>1.537.367</b>
<b>Circulante</b>	<b>363.520</b>	<b>599.807</b>	<b>648.273</b>	<b>575.262</b>	<b>699.142</b>
Fornecedores	83.673	54.468	120.362	105.345	118.532
Folha de pagamento					
Tributos e contribuições sociais	7.198	1.556	2.268	2.518	3.582
Empréstimos e financiamentos	253.492	392.711	390.353	384.581	445.292
Dividendos a pagar	6.125	1.774	1.174	1.174	
Juros sobre capital próprio					
Provisões	5.827	9.996	25.550	28.397	22.831
Adiantamentos de clientes					
Outros	7.205	139.302	108.566	53.247	108.905
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>229.527</b>	<b>164.240</b>	<b>161.809</b>	<b>249.592</b>	<b>282.118</b>
Empréstimo e financiamentos	193.285	125.926	85.600	112.290	109.733
Tributos e contribuições sociais	11.331	10.946	10.567	10.181	9.799
Contas a pagar a coligadas	9.696			40.354	17.262
Parcelamentos de tributos					
Outros	15.215	27.368	65.642	86.767	145.324
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>544.973</b>	<b>551.278</b>	<b>551.549</b>	<b>467.546</b>	<b>556.107</b>
Capital social	369.924	405.973	452.621	536.371	627.561
Reserva de capital	12.058	33.249	111.544	27.794	1.454
Reserva de lucros	38.221			(209.789)	(182.215)
Lucros (prejuízos) acumulados		(8.842)	(129.649)		
Reserva de reavaliação	124.770	120.898	117.033	113.170	109.307
<b>Total do Passivo + PL</b>	<b>1.138.020</b>	<b>1.315.325</b>	<b>1.361.631</b>	<b>1.292.400</b>	<b>1.537.367</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

APÊNDICE C - Vicunha - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil

	1999		2000		2001		2002		2003	
Ativo total	1.138.020		1.315.325		1.361.631		1.292.400		1.537.367	
(-) Passivo operacional	104.201		197.100		232.370		162.284		231.019	
<b>Ativo líquido</b>	<b>1.033.819</b>		<b>1.118.225</b>		<b>1.129.261</b>		<b>1.130.116</b>		<b>1.306.348</b>	
Passivo oneroso	446.777	45%	518.637	48%	475.953	46%	496.871	52%	555.025	50%
Patrimônio líquido	544.973	55%	551.278	52%	551.549	54%	467.546	48%	556.107	50%
<b>Total passivo</b>	<b>991.750</b>	<b>100%</b>	<b>1.069.915</b>	<b>100%</b>	<b>1.027.502</b>	<b>100%</b>	<b>964.417</b>	<b>100%</b>	<b>1.111.132</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria







## APÊNDICE G - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.405.280	1.435.429	1.453.228	1.471.248	1.489.492	1.507.962	1.526.660	1.545.591	1.564.756	1.584.159	1.603.803
(-) Custo dos produtos vendidos	(1.090.985)	(1.104.572)	(1.118.269)	(1.132.135)	(1.146.174)	(1.160.386)	(1.174.775)	(1.189.342)	(1.204.090)	(1.219.021)	(1.234.137)
LUCRO BRUTO	314.295	330.857	334.960	339.113	343.318	347.575	351.885	356.249	360.666	365.138	369.666
(-) Desp. Adm. e Gerais	(77.682)	(78.260)	(78.842)	(79.429)	(80.020)	(80.615)	(81.215)	(81.819)	(82.428)	(83.041)	(83.659)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(132.499)	(133.485)	(134.478)	(135.478)	(136.486)	(137.502)	(138.525)	(139.555)	(140.594)	(141.640)	(142.694)
(-) Outras	(35.130)	(80.834)	(80.782)	(80.729)	(80.677)	(80.624)	(80.570)	(80.516)	(80.462)	(80.407)	(80.352)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	68.984	38.279	40.858	43.476	46.135	48.835	51.575	54.358	57.182	60.050	62.961
(-) Provisão p/ IR e CS	(4.556)	5.206	5.557	5.913	6.275	6.642	7.015	7.394	7.778	8.168	8.564
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.428	43.485	46.415	49.390	52.410	55.477	58.590	61.751	64.960	68.218	71.525
+ Depreciação	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625
- Aumento no Capital de Giro	100.266	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento da Dívida de Terceiros	92.063	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(57.914)	(43.485)	(46.415)	(49.390)	(52.410)	(55.477)	(58.590)	(61.751)	(64.960)	(68.218)	(71.525)
+ Valor Contábil de Ativos Retirados											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	168.764	141.595	147.455	153.405	159.446	165.579	171.806	178.128	184.545	191.061	197.675
(+) Fluxo de Caixa Anterior	(267.932)	(99.168)	42.427	189.882	343.287	502.733	668.312	840.118	1.018.245	1.202.791	1.393.852
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	(99.168)	42.427	189.882	343.287	502.733	668.312	840.118	1.018.245	1.202.791	1.393.852	1.591.527
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	168.764	141.595	147.455	153.405	159.446	165.579	171.806	178.128	184.545	191.061	197.675
(-) Perda de incentivos fiscais		(5.976)	(6.050)	(6.125)	(6.201)	(6.278)	(6.356)	(6.435)	(6.514)	(6.595)	(6.677)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	168.764	135.619	141.405	147.280	153.245	159.301	165.450	171.693	178.031	184.466	190.998
(+) Fluxo de Caixa Anterior	(267.932)	(99.168)	36.451	177.856	325.136	478.381	637.682	803.132	974.824	1.152.855	1.337.321
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>(99.168)</b>	<b>36.451</b>	<b>177.856</b>	<b>325.136</b>	<b>478.381</b>	<b>637.682</b>	<b>803.132</b>	<b>974.824</b>	<b>1.152.855</b>	<b>1.337.321</b>	<b>1.528.319</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário A:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria.

## APÊNDICE H - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.405.280	1.506.889	1.601.521	1.702.097	1.808.988	1.922.593	2.043.332	2.171.653	2.308.033	2.452.977	2.607.024
(-) Custo dos produtos vendidos	(1.090.985)	(1.159.561)	(1.232.381)	(1.309.775)	(1.392.028)	(1.479.448)	(1.572.357)	(1.671.101)	(1.776.046)	(1.887.582)	(2.006.122)
LUCRO BRUTO	314.295	347.328	369.140	392.322	416.960	443.145	470.975	500.552	531.986	565.395	600.902
(-) Desp. Adm. e Gerais	(77.682)	(80.609)	(83.646)	(86.798)	(90.069)	(93.463)	(96.984)	(100.639)	(104.431)	(108.366)	(112.449)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(132.499)	(137.492)	(142.672)	(148.048)	(153.627)	(159.415)	(165.422)	(171.655)	(178.123)	(184.835)	(191.799)
(-) Outras	(35.130)	(80.624)	(80.353)	(80.072)	(79.780)	(79.478)	(79.164)	(78.838)	(78.500)	(78.149)	(77.785)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	68.984	48.603	62.468	77.404	93.484	110.789	129.405	149.420	170.933	194.046	218.869
(-) Provisão p/ IR e CS	(4.556)	6.611	8.497	10.528	12.715	15.069	17.601	20.324	23.250	26.393	29.770
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.428	55.214	70.965	87.932	106.199	125.859	147.006	169.744	194.183	220.439	248.639
+ Depreciação	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625
- Aumento no Capital de Giro	100.266	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	92.063	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(57.914)	(55.214)	(70.965)	(87.932)	(106.199)	(125.859)	(147.006)	(169.744)	(194.183)	(220.439)	(248.639)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	168.764	165.053	196.555	230.488	267.024	306.342	348.636	394.113	442.990	495.504	551.903
(+) Fluxo de Caixa Anterior	(267.932)	(99.168)	65.885	262.440	492.928	759.952	1.066.294	1.414.931	1.809.043	2.252.033	2.747.537
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	(99.168)	65.885	262.440	492.928	759.952	1.066.294	1.414.931	1.809.043	2.252.033	2.747.537	3.299.440
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	168.764	165.053	196.555	230.488	267.024	306.342	348.636	394.113	442.990	495.504	551.903
(-) Perda de incentivos fiscais		(6.274)	(6.668)	(7.086)	(7.531)	(8.004)	(8.507)	(9.041)	(9.609)	(10.212)	(10.854)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	168.764	158.779	189.887	223.402	259.493	298.338	340.129	385.071	433.381	485.292	541.049
(+) Fluxo de Caixa Anterior	(267.932)	(99.168)	59.611	249.499	472.901	732.394	1.030.731	1.370.861	1.755.932	2.189.314	2.674.605
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>(99.168)</b>	<b>59.611</b>	<b>249.499</b>	<b>472.901</b>	<b>732.394</b>	<b>1.030.731</b>	<b>1.370.861</b>	<b>1.755.932</b>	<b>2.189.314</b>	<b>2.674.605</b>	<b>3.215.655</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário B:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria.

## APÊNDICE I - Vicunha - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.405.280	1.548.744	1.691.725	1.847.905	2.018.505	2.204.854	2.408.407	2.630.752	2.873.624	3.138.919	3.428.705
(-) Custo dos produtos vendidos	(1.090.985)	(1.191.769)	(1.301.793)	(1.421.975)	(1.553.253)	(1.696.650)	(1.853.285)	(2.024.381)	(2.211.273)	(2.415.418)	(2.638.411)
LUCRO BRUTO	314.295	356.975	389.931	425.930	465.252	508.204	555.122	606.371	662.352	723.500	790.294
(-) Desp. Adm. e Gerais	(77.682)	(81.985)	(86.526)	(91.319)	(96.378)	(101.716)	(107.350)	(113.297)	(119.573)	(126.196)	(133.186)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(132.499)	(139.838)	(147.584)	(155.759)	(164.387)	(173.493)	(183.103)	(193.246)	(203.950)	(215.247)	(227.170)
(-) Outras	(35.130)	(50.633)	(53.282)	(56.174)	(59.334)	(62.786)	(66.556)	(70.674)	(75.173)	(80.087)	(85.454)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	68.984	84.519	102.539	122.677	145.153	170.209	198.112	229.154	263.656	301.970	344.483
(-) Provisão p/ IR e CS	(4.556)	11.496	13.947	16.686	19.743	23.151	26.946	31.169	35.861	41.073	46.855
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	64.428	96.015	116.486	139.363	164.896	193.361	225.059	260.323	299.517	343.043	391.338
+ Depreciação	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625	54.625
- Aumento no Capital de Giro	100.266	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	92.063	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(57.914)	(96.015)	(116.486)	(139.363)	(164.896)	(193.361)	(225.059)	(260.323)	(299.517)	(343.043)	(391.338)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	61.139	246.654	287.597	333.351	384.417	441.346	504.742	575.271	653.660	740.711	837.302
(+) Fluxo de Caixa Anterior	305.385	366.524	613.178	900.776	1.234.127	1.618.545	2.059.891	2.564.633	3.139.904	3.793.564	4.534.274
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	366.524	613.178	900.776	1.234.127	1.618.545	2.059.891	2.564.633	3.139.904	3.793.564	4.534.274	5.371.576
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	61.139	246.654	287.597	333.351	384.417	441.346	504.742	575.271	653.660	740.711	837.302
(-) Perda de incentivos fiscais		(6.448)	(7.043)	(7.693)	(8.404)	(9.179)	(10.027)	(10.952)	(11.964)	(13.068)	(14.275)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	61.139	240.206	280.554	325.658	376.014	432.167	494.716	564.318	641.696	727.643	823.027
(+) Fluxo de Caixa Anterior	305.385	366.524	606.730	887.285	1.212.943	1.588.957	2.021.124	2.515.839	3.080.158	3.721.854	4.449.496
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>366.524</b>	<b>606.730</b>	<b>887.285</b>	<b>1.212.943</b>	<b>1.588.957</b>	<b>2.021.124</b>	<b>2.515.839</b>	<b>3.080.158</b>	<b>3.721.854</b>	<b>4.449.496</b>	<b>5.272.524</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário C:</b>											
<b>1) Probab. Ocorrência:</b>		33%									

Fonte: Elaboração própria.

## APÊNDICE J - Vicunha - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM

$Re = Rf + (Rm - Rf)Bi =$	8,97%
CCP = Custo do Capital Próprio	
Rf = Taxa livre de risco	7,33%
Rm = Rendimento médio do mercado	11,43%
Bi = Beta médio do setor	0,4
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$	8,97%

Fonte: Elaboração própria.

## APÊNDICE K - Vicunha - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil

<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		141.595	147.455	153.405	159.446	165.579	171.806	178.128	184.545	191.061	1.281.599
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		165.053	196.555	230.488	267.024	306.342	348.636	394.113	442.990	495.504	3.578.184
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		246.654	287.597	333.351	384.417	441.346	504.742	575.271	653.660	740.711	5.428.526
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	184.440	210.543	239.091	270.307	304.436	341.745	382.523	427.088	475.785	3.429.636
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			3.222.074								
<b>(+) Dívidas</b>			555.025								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>3.777.099</b>								
<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO SEM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		135.619	141.405	147.280	153.245	159.301	165.450	171.693	178.031	184.466	1.238.309
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		158.779	189.887	223.402	259.493	298.338	340.129	385.071	433.381	485.292	3.507.816
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		240.206	280.554	325.658	376.014	432.167	494.716	564.318	641.696	727.643	823.027
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	178.208	203.957	232.123	262.928	296.615	333.448	373.713	417.725	465.826	1.856.281
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			2.509.575								
<b>(+) Dívidas</b>			555.025								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>3.064.600</b>								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (R\$)</b>			712.499								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (%)</b>			18,864%								

Fonte: Elaboração própria.

## APÊNDICE L - Coteminas - Demonstração do Resultado - R\$ mil

	1999	2000	2001	2002	2003
Receita operacional					
Receita Bruta de Venda de Bens ou Serviços	495.659	635.136	715.777	1.054.603	1.277.198
	495.659	635.136	715.777	1.054.603	1.277.198
Deduções à receita operacional					
ICMS/PIS/COFINS/ Desc e abatimentos	(89.821)	(104.269)	(119.099)	(154.646)	(161.207)
Receita Líquida	405.838	530.867	596.678	899.957	1.115.991
(-) Custo dos produtos vendidos	(276.063)	(361.781)	(392.045)	(591.019)	(733.077)
Lucro Bruto	129.775	169.086	204.633	308.938	382.914
Despesa operacional					
Despesas gerais e administrativas	(29.796)	(35.142)	(42.276)	(51.866)	(53.519)
Despesas com vendas	(26.555)	(33.737)	(40.264)	(49.998)	(62.617)
Depreciação	(43.183)	(46.601)	(55.089)	(66.245)	(71.069)
(+) Ajuste depreciação	43.183	46.601	55.089	66.245	71.069
Equivalência patrimonial	(10.573)	(13.235)	(10.293)	8.308	18.271
Outras receitas (despesas) operacionais	1.064	9	956	(590)	694
	(65.860)	(82.105)	(91.877)	(94.146)	(97.171)
<b>Sub total</b>	<b>63.915</b>	<b>86.981</b>	<b>112.756</b>	<b>214.792</b>	<b>285.743</b>
Receita (despesa) financeira					
Receitas financeiras	28.375	44.519	58.920	85.086	(9.723)
<b>Despesas financeiras</b>	<b>(61.422)</b>	<b>(32.823)</b>	<b>(47.185)</b>	<b>(87.512)</b>	<b>(31.054)</b>
	<b>(33.047)</b>	<b>11.696</b>	<b>11.735</b>	<b>(2.426)</b>	<b>(40.777)</b>
<b>Resultado operacional</b>	<b>30.868</b>	<b>98.677</b>	<b>124.491</b>	<b>212.366</b>	<b>244.966</b>
<b>Resultado não operacional</b>	<b>(579)</b>	<b>1.264</b>	<b>545</b>	<b>(4.337)</b>	<b>(2.349)</b>
<b>Lucro (prejuízo) antes da contribuição e IRPJ</b>	<b>30.289</b>	<b>99.941</b>	<b>125.036</b>	<b>208.029</b>	<b>242.617</b>
<b>Contribuição social/IRPJ</b>	<b>(12.542)</b>	<b>(35.631)</b>	<b>(38.734)</b>	<b>(53.807)</b>	<b>(75.219)</b>
<b>Lucro (prejuízo) do exercício</b>	<b>17.747</b>	<b>64.310</b>	<b>86.302</b>	<b>154.222</b>	<b>167.398</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

APÊNDICE M - Coteminas - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil

	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Circulante</b>	<b>412.206</b>	<b>454.942</b>	<b>547.313</b>	<b>724.403</b>	<b>853.312</b>
Disponibilidades	140.044	115.171	103.823	143.651	93.952
Estoques	118.188	180.519	201.435	197.608	245.398
Outros	153.974	159.252	242.055	383.144	513.962
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>131.605</b>	<b>218.499</b>	<b>86.405</b>	<b>76.122</b>	<b>102.965</b>
Créditos com pessoas ligadas	126.731	207.557	66.021	25.085	22.758
Outros	4.874	10.942	20.384	51.037	80.207
<b>Permanente</b>	<b>597.918</b>	<b>630.713</b>	<b>800.214</b>	<b>880.252</b>	<b>956.058</b>
Investimentos	15.421	23.269	3.624	7.328	27.155
Imobilizados - líquido	563.726	589.169	777.521	859.253	920.538
Diferido - líquido	18.771	18.275	19.069	13.671	8.365
<b>Total do Ativo</b>	<b>1.141.729</b>	<b>1.304.154</b>	<b>1.433.932</b>	<b>1.680.777</b>	<b>1.912.335</b>
<b>Circulante</b>	<b>169.730</b>	<b>205.964</b>	<b>229.068</b>	<b>301.549</b>	<b>277.261</b>
Fornecedores	43.322	125.602	28.334	32.828	28.189
Tributos e contribuições sociais	26.765	24.671	36.171	39.663	32.826
Empréstimos e financiamentos	78.321	24.361	57.044	74.705	55.026
Dividendos a pagar	12.980	21.415	28.901	52.495	55.678
Juros sobre capital próprio					
Provisões				2.149	7.285
Adiantamentos de clientes					
Outros	8.342	9.915	78.618	99.709	98.257
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>116.028</b>	<b>164.792</b>	<b>151.981</b>	<b>176.609</b>	<b>252.295</b>
Empréstimo e financiamentos	73.022	116.806	76.845	53.545	134.697
Tributos e contribuições sociais	8.009	15.941	26.207	58.040	79.375
Contas a pagar a coligadas			1.609	18.192	19.219
Parcelamentos de tributos					
Outros	34.997	32.045	47.320	46.832	19.004
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>855.971</b>	<b>933.398</b>	<b>1.052.883</b>	<b>1.202.619</b>	<b>1.382.779</b>
Capital social	725.992	800.000	830.549	870.000	870.000
Reserva de capital	35.571	36.291	69.909	88.602	154.373
Reserva de lucros	94.408	97.107	152.425	244.017	358.406
Recursos Destinados a Aumento Capital					
<b>Total do Passivo + PL</b>	<b>1.141.729</b>	<b>1.304.154</b>	<b>1.433.932</b>	<b>1.680.777</b>	<b>1.912.335</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

APÊNDICE N - Coteminas - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil

	1999		2000		2001		2002		2003	
Ativo total	1.141.729		1.304.154		1.433.932		1.680.777		1.912.335	
(-) Passivo operacional	91.409		181.603		172.024		224.695		214.950	
<b>Ativo líquido</b>	<b>1.050.320</b>		<b>1.122.551</b>		<b>1.261.908</b>		<b>1.456.082</b>		<b>1.697.385</b>	
Passivo oneroso	151.343	15%	141.167	13%	133.889	11%	128.250	10%	189.723	12%
Patrimônio líquido	855.971	85%	933.398	87%	1.052.883	89%	1.202.619	90%	1.382.779	88%
<b>Total passivo</b>	<b>1.007.314</b>	<b>100%</b>	<b>1.074.565</b>	<b>100%</b>	<b>1.186.772</b>	<b>100%</b>	<b>1.330.869</b>	<b>100%</b>	<b>1.572.502</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria







## APÊNDICE R - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.115.991	1.204.993	1.358.750	1.532.126	1.727.625	1.948.070	2.196.644	2.476.936	2.792.993	3.149.379	3.551.240
(-) Custo dos produtos vendidos	(733.077)	(826.657)	(932.138)	(1.051.079)	(1.185.197)	(1.336.428)	(1.506.956)	(1.699.243)	(1.916.067)	(2.160.557)	(2.436.244)
LUCRO BRUTO	382.914	378.336	426.612	481.047	542.429	611.643	689.688	777.692	876.926	988.822	1.114.995
(-) Desp. Adm. e Gerais	(53.519)	(57.616)	(62.028)	(66.776)	(71.889)	(77.393)	(83.318)	(89.697)	(96.564)	(103.957)	(111.916)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(40.777)	(43.899)	(47.260)	(50.878)	(54.773)	(58.967)	(63.481)	(68.341)	(73.573)	(79.206)	(85.270)
(-) Outras	(54.453)	(49.274)	(47.711)	(46.028)	(44.217)	(42.266)	(40.167)	(37.906)	(35.473)	(32.853)	(30.033)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	234.165	227.546	269.613	317.364	371.550	433.017	502.723	581.748	671.316	772.806	887.777
(-) Provisão p/ IR e CS	(75.219)	(78.069)	(92.502)	(108.885)	(127.476)	(148.565)	(172.480)	(199.593)	(230.323)	(265.143)	(304.589)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	158.946	149.477	177.111	208.479	244.074	284.453	330.243	382.155	440.993	507.663	583.188
+ Depreciação	71.069	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)
- Aumento no Capital de Giro	129.864	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento da Dívida Terceiros	59.190	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(75.806)	(149.477)	(177.111)	(208.479)	(244.074)	(284.453)	(330.243)	(382.155)	(440.993)	(507.663)	(583.188)
+ Valor Contábil de Ativos Retirados											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	235.147	230.354	285.622	348.359	419.549	500.305	591.885	695.711	813.386	946.725	1.097.776
(+) Fluxo de Caixa Anterior	622.774	857.921	1.088.275	1.373.897	1.722.256	2.141.805	2.642.110	3.233.995	3.929.706	4.743.092	5.689.817
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	857.921	1.088.275	1.373.897	1.722.256	2.141.805	2.642.110	3.233.995	3.929.706	4.743.092	5.689.817	6.787.593
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	235.147	230.354	285.622	348.359	419.549	500.305	591.885	695.711	813.386	946.725	1.097.776
(-) Perda de incentivos fiscais		(5.185)	(5.846)	(6.592)	(7.433)	(8.382)	(9.451)	(10.657)	(12.017)	(13.551)	(15.280)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	235.147	225.170	279.776	341.767	412.115	491.923	582.434	685.053	801.369	933.175	1.082.496
(+) Fluxo de Caixa Anterior	622.774	857.921	1.083.091	1.362.866	1.704.633	2.116.748	2.608.672	3.191.106	3.876.159	4.677.528	5.610.703
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>857.921</b>	<b>1.083.091</b>	<b>1.362.866</b>	<b>1.704.633</b>	<b>2.116.748</b>	<b>2.608.672</b>	<b>3.191.106</b>	<b>3.876.159</b>	<b>4.677.528</b>	<b>5.610.703</b>	<b>6.693.199</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário A:</b>											
1) Probab. Ocorrência:			33%								

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE S - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.115.991	1.135.745	1.207.070	1.282.874	1.363.438	1.449.062	1.540.063	1.636.779	1.739.569	1.848.814	1.964.919
(-) Custo dos produtos vendidos	(733.077)	(779.151)	(828.082)	(880.085)	(935.355)	(994.095)	(1.056.524)	(1.122.874)	(1.193.390)	(1.268.335)	(1.347.987)
LUCRO BRUTO	382.914	356.594	378.988	402.789	428.084	454.967	483.539	513.905	546.179	580.479	616.933
(-) Desp. Adm. e Gerais	(53.519)	(55.536)	(57.628)	(59.800)	(62.053)	(64.391)	(66.817)	(69.335)	(71.947)	(74.658)	(77.472)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(40.777)	(42.313)	(43.908)	(45.562)	(47.279)	(49.061)	(50.909)	(52.827)	(54.818)	(56.883)	(59.027)
(-) Outras	(54.453)	(68.208)	(68.181)	(68.153)	(68.124)	(68.093)	(68.062)	(68.029)	(67.995)	(67.960)	(67.924)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	234.165	190.537	209.271	229.274	250.628	273.422	297.751	323.714	351.418	380.976	412.511
(-) Provisão p/ IR e CS	(75.219)	(65.372)	(71.799)	(78.662)	(85.988)	(93.809)	(102.156)	(111.064)	(120.569)	(130.710)	(141.529)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	158.946	125.165	137.472	150.612	164.640	179.613	195.595	212.650	230.849	250.267	270.982
+ Depreciação	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069	71.069
- Aumento no Capital de Giro	129.864	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	59.190	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(75.806)	(125.165)	(137.472)	(150.612)	(164.640)	(179.613)	(195.595)	(212.650)	(230.849)	(250.267)	(270.982)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	235.147	321.399	346.013	372.292	400.348	430.296	462.259	496.370	532.768	571.602	613.032
(+) Fluxo de Caixa Anterior	622.774	857.921	1.179.320	1.525.333	1.897.625	2.297.973	2.728.269	3.190.528	3.686.897	4.219.665	4.791.267
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	857.921	1.179.320	1.525.333	1.897.625	2.297.973	2.728.269	3.190.528	3.686.897	4.219.665	4.791.267	5.404.299
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	235.147	321.399	346.013	372.292	400.348	430.296	462.259	496.370	532.768	571.602	613.032
(-) Perda de incentivos fiscais		(4.887)	(5.194)	(5.520)	(5.866)	(6.235)	(6.626)	(7.042)	(7.485)	(7.955)	(8.454)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	235.147	316.512	340.819	366.773	394.482	424.061	455.633	489.327	525.283	563.648	604.578
(+) Fluxo de Caixa Anterior	622.774	857.921	1.174.433	1.515.252	1.882.025	2.276.507	2.700.568	3.156.201	3.645.528	4.170.811	4.734.458
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>857.921</b>	<b>1.174.433</b>	<b>1.515.252</b>	<b>1.882.025</b>	<b>2.276.507</b>	<b>2.700.568</b>	<b>3.156.201</b>	<b>3.645.528</b>	<b>4.170.811</b>	<b>4.734.458</b>	<b>5.339.036</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário B:</b>											
1) Probab. Ocorrência:			33%								

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE T - Coteminas - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	1.115.991	1.294.224	1.567.434	1.898.319	2.299.055	2.784.385	3.372.169	4.084.034	4.946.173	5.990.310	7.254.865
(-) Custo dos produtos vendidos	(733.077)	(887.872)	(1.075.301)	(1.302.297)	(1.577.212)	(1.910.162)	(2.313.397)	(2.801.755)	(3.393.205)	(4.109.511)	(4.977.029)
LUCRO BRUTO	382.914	406.352	492.133	596.022	721.843	874.223	1.058.772	1.282.279	1.552.968	1.880.799	2.277.836
(-) Desp. Adm. e Gerais	(53.519)	(64.817)	(78.500)	(95.071)	(115.140)	(139.447)	(168.884)	(204.535)	(247.713)	(300.005)	(363.336)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(40.777)	(47.080)	(54.366)	(62.792)	(72.536)	(83.807)	(96.846)	(111.932)	(129.389)	(149.594)	(172.980)
(-) Outras	(54.453)	(71.759)	(72.077)	(72.462)	(72.927)	(73.492)	(74.175)	(75.002)	(76.004)	(77.218)	(78.688)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	234.165	222.696	287.190	365.698	461.238	577.478	718.867	890.809	1.099.861	1.353.983	1.662.833
(-) Provisão p/ IR e CS	(75.219)	(76.405)	(98.533)	(125.468)	(158.247)	(198.128)	(246.637)	(305.629)	(377.353)	(464.540)	(570.504)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	158.946	146.291	188.658	240.230	302.991	379.350	472.230	585.180	722.508	889.443	1.092.329
+ Depreciação	71.069	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)	(68.600)
- Aumento no Capital de Giro	129.864	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	59.190	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(75.806)	(146.291)	(188.658)	(240.230)	(302.991)	(379.350)	(472.230)	(585.180)	(722.508)	(889.443)	(1.092.329)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	154.209	223.982	308.715	411.860	537.383	690.100	875.860	1.101.760	1.376.416	1.710.285	2.116.057
(+) Fluxo de Caixa Anterior	190.801	345.010	568.992	877.707	1.289.567	1.826.950	2.517.050	3.392.910	4.494.670	5.871.086	7.581.371
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	345.010	568.992	877.707	1.289.567	1.826.950	2.517.050	3.392.910	4.494.670	5.871.086	7.581.371	9.697.428
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	154.209	223.982	308.715	411.860	537.383	690.100	875.860	1.101.760	1.376.416	1.710.285	2.116.057
(-) Perda de incentivos fiscais		(5.569)	(6.744)	(8.168)	(9.892)	(11.980)	(14.509)	(17.572)	(21.281)	(25.774)	(31.215)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	154.209	218.413	301.971	403.692	527.491	678.120	861.351	1.084.188	1.355.135	1.684.511	2.084.842
(+) Fluxo de Caixa Anterior	190.801	345.010	563.423	865.395	1.269.087	1.796.577	2.474.698	3.336.048	4.420.236	5.775.371	7.459.883
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>345.010</b>	<b>563.423</b>	<b>865.395</b>	<b>1.269.087</b>	<b>1.796.577</b>	<b>2.474.698</b>	<b>3.336.048</b>	<b>4.420.236</b>	<b>5.775.371</b>	<b>7.459.883</b>	<b>9.544.725</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário C:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: elaboração própria

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE U - Coteminas - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM

---

$Re = Rf + (Rm - Rf)Bi =$	8,97%
CCP = Custo do Capital Próprio	
Rf = Taxa livre de risco	7,33%
Rm = Rendimento médio do mercado	11,43%
Bi = Beta médio do setor	0,4
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$	8,97%

---

Fonte: Elaboração própria

APÊNDICE V - Coteminas - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil

**CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COM INCENTIVOS FISCAIS**

CENÁRIOS		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		230.354	285.622	348.359	419.549	500.305	591.885	695.711	813.386	946.725	11.088.572
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		321.399	346.013	372.292	400.348	430.296	462.259	496.370	532.768	571.602	6.192.203
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		223.982	308.715	411.860	537.383	690.100	875.860	1.101.760	1.376.416	1.710.285	21.374.170
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	258.578	313.450	377.504	452.427	540.234	643.335	764.613	907.523	1.076.204	12.884.982
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			8.679.739								
(+) Dívidas			189.723								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>8.869.462</b>								

**CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO SEM INCENTIVOS FISCAIS**

CENÁRIOS		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		225.170	279.776	341.767	412.115	491.923	582.434	685.053	801.369	933.175	10.934.234
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		316.512	340.819	366.773	394.482	424.061	455.633	489.327	525.283	563.648	6.106.807
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		218.413	301.971	403.692	527.491	678.120	861.351	1.084.188	1.355.135	1.684.511	2.084.842
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	253.365	307.522	370.744	444.696	531.368	633.139	752.856	893.929	1.060.445	6.375.294
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			5.869.499								
(+) Dívidas			189.723								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>6.059.222</b>								

**REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (R\$)**

2.810.240

**REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (%)**

31,684%

Fonte: Elaboração própria

**APÊNDICE W - Empresa Ltda - Demonstração do Resultado - R\$ mil**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Receita operacional</b>					
Venda	90.622	101.744	244.315	278.448	333.605
	90.622	101.744	244.315	278.448	333.605
Deduções à receita operacional					
ICMS/PIS/COFINS/ Desc e abatimentos	(16.609)	(22.293)	(44.102)	(49.517)	(60.532)
Receita Líquida	74.013	79.451	200.213	228.931	273.073
(-) Custo dos produtos vendidos	(52.987)	(57.447)	(160.537)	(161.793)	(210.333)
Receita Líquida	21.026	22.004	39.676	67.138	62.740
Despesa operacional					
Despesas gerais e administrativas	(2.333)	(3.457)	(10.135)	(13.363)	(14.221)
Despesas com vendas			(28.641)	(30.985)	(38.428)
Depreciação			(11.412)	(10.894)	(16.012)
(+) Depreciação ajuste	-	-	11.412	10.894	16.012
Equivalencia patrimonial			9.733	114	
Outras receitas (despesas) operacionais	278	1.174	153	(1.059)	(826)
<b>Sub total</b>	<b>18.971</b>	<b>19.721</b>	<b>10.786</b>	<b>21.845</b>	<b>9.265</b>
<b>Receita (despesa) financeira</b>					
Receitas financeiras	283	67			
Despesas financeiras	(4.591)	(952)	(2.328)	(4.447)	(16.264)
<b>Resultado operacional</b>	<b>14.663</b>	<b>18.836</b>	<b>8.458</b>	<b>17.398</b>	<b>(6.999)</b>
<b>Resultado não operacional</b>	<b>(666)</b>	<b>(1.176)</b>	<b>47</b>	<b>140</b>	<b>17</b>
<b>Lucro (prejuízo) antes da contribuição e IRPJ</b>	<b>13.997</b>	<b>17.660</b>	<b>8.505</b>	<b>17.538</b>	<b>(6.982)</b>
<b>Contribuição social</b>	<b>(1.068)</b>	<b>(1.064)</b>	<b>-</b>	<b>(4.034)</b>	<b>(16)</b>
<b>Imposto de renda</b>	<b>(3.352)</b>	<b>(4.143)</b>	<b>(34)</b>	<b>(1.111)</b>	<b>424</b>
<b>Lucro (prejuízo) do exercício</b>	<b>9.577</b>	<b>12.453</b>	<b>8.471</b>	<b>12.393</b>	<b>(6.574)</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

APÊNDICE X - Empresa Ltda - Balanço Patrimonial Real - R\$ mil

	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Circulante</b>	<b>29.051</b>	<b>33.522</b>	<b>90.231</b>	<b>100.248</b>	<b>109.529</b>
Disponibilidades	34	20	6.318	1.755	6.341
Aplicações financeiras			350		
Contas a receber de clientes	37	50	27.292	34.637	33.122
Contas a receber de pessoas ligadas	18.256	21.839			2.846
Estoques	8.428	9.784	50.838	55.598	60.605
Outros	1.740	1.352	3.717	4.497	3.571
Impostos a recuperar	457	476	1.676	3.648	2.135
Despesas pagas antecipadamente	99	1	40	113	909
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>25.718</b>	<b>25.733</b>	<b>6.771</b>	<b>6.500</b>	<b>11.137</b>
Créditos com pessoas ligadas	23.661	23.841			
Clientes			363	187	2.028
Créditos tributários	1.979	1.814	6.314	6.099	8.895
Outros	78	78	94	214	214
<b>Permanente</b>	<b>23.588</b>	<b>21.641</b>	<b>46.838</b>	<b>56.673</b>	<b>87.075</b>
Investimentos	17	17	180	4.301	29.349
Imobilizados - Custo	23.495	21.623	118.031	133.441	148.688
(-) Depreciação acumulada			(75.163)	(84.047)	(95.424)
Diferido	76	1	14.322	15.520	11.551
(-)Amortização Acumulada			(10.532)	(12.542)	(7.089)
<b>Total do Ativo</b>	<b>78.357</b>	<b>80.896</b>	<b>143.840</b>	<b>163.421</b>	<b>207.741</b>
<b>Circulante</b>	<b>16.246</b>	<b>12.214</b>	<b>46.019</b>	<b>50.876</b>	<b>114.324</b>
Fornecedores	9.429	6.801	13.390	20.468	23.209
Folha de pagamento	945	1.280	8.072	7.958	7.389
Tributos e contribuições sociais	1.436	1.789	5.705	8.049	8.160
Empréstimos e financiamentos	1.456		6.305	4.377	63.904
Dividendos a pagar			188	195	
Juros sobre capital próprio					
Provisões			9.298	7.000	6.773
Adiantamentos de clientes					
Outros	2.980	2.344	3.061	2.829	4.889
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>7.185</b>	<b>3.247</b>	<b>7.842</b>	<b>10.955</b>	<b>1.938</b>
Empréstimo e financiamentos	5.532	1.798	955	955	
Tributos e contribuições sociais	1.653	1.449	6.887	10.000	1.938
Contas a pagar a coligadas					
Parcelamentos de tributos					
Outros					
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>54.926</b>	<b>65.435</b>	<b>89.979</b>	<b>101.590</b>	<b>91.479</b>
Capital social	30.121	33.473	83.892	83.892	90.171
Reserva de capital	8.822	18.272	2.491	8.404	7.884
Reserva de lucros	6.154	4.816	3.596	9.294	(6.576)
Lucros (prejuízos) acumulados	9.829	8.874			
Recursos Destinados a Aumento Capital					
<b>Total do Passivo + PL</b>	<b>78.357</b>	<b>80.896</b>	<b>143.840</b>	<b>163.421</b>	<b>207.741</b>

Fonte: Adaptado Comissão de Valores Mobiliários (2005).

APÊNDICE Y - Empresa Ltda - Balanço Patrimonial Reclassificado - R\$ mil

	<b>1999</b>		<b>2000</b>		<b>2001</b>		<b>2002</b>		<b>2003</b>	
Ativo total	78.357		80.896		143.840		163.421		207.741	
(-) Passivo operacional	14.790		12.214		30.416		39.499		43.647	
<b>Ativo líquido</b>	<b>63.567</b>		<b>68.682</b>		<b>113.424</b>		<b>123.922</b>		<b>164.094</b>	
Passivo oneroso	6.988	11%	1.798	3%	7.260	7%	5.332	5%	63.904	41%
Patrimônio líquido	54.926	89%	65.435	97%	89.979	93%	101.590	95%	91.479	59%
<b>Total passivo</b>	<b>61.914</b>	<b>100%</b>	<b>67.233</b>	<b>100%</b>	<b>97.239</b>	<b>100%</b>	<b>106.922</b>	<b>100%</b>	<b>155.383</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria







**APÊNDICE CC - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário I - R\$ mil**

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	273.073	320.229	360.511	414.227	475.947	546.863	628.346	721.970	829.543	953.145	1.095.164
(-) Custo dos produtos vendidos	(210.333)	(241.678)	(277.688)	(319.064)	(366.604)	(421.229)	(483.992)	(556.106)	(638.966)	(734.172)	(843.564)
LUCRO BRUTO	62.740	78.551	82.823	95.163	109.343	125.635	144.355	165.863	190.577	218.973	251.600
(-) Desp. Adm. e Gerais	(14.221)	(15.492)	(16.877)	(18.386)	(20.030)	(21.821)	(23.771)	(25.897)	(28.212)	(30.734)	(33.481)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(16.264)	(17.718)	(19.302)	(21.028)	(22.907)	(24.955)	(27.186)	(29.617)	(32.265)	(35.149)	(38.291)
(-) Outras	(16.821)	(12.812)	(12.277)	(14.028)	(13.799)	(13.468)	(13.654)	(14.022)	(14.046)	(14.135)	(14.332)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	15.434	32.529	34.367	41.721	52.606	65.390	79.743	96.328	116.055	138.955	165.496
(-) Provisão p/ IR e CS	408	(4.240)	(4.480)	(5.439)	(6.857)	(8.524)	(10.395)	(12.557)	(15.128)	(18.113)	(21.573)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	15.842	28.288	29.887	36.283	45.749	56.867	69.348	83.772	100.927	120.842	143.923
+ Depreciação	16.012	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046
- Aumento no Capital de Giro	5.276	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento da Dívida Terceiros	50.315	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(30.402)	(28.288)	(29.887)	(36.283)	(45.749)	(56.867)	(69.348)	(83.772)	(100.927)	(120.842)	(143.923)
+ Valor Contábil de Ativos Retirados											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	107.295	70.623	73.820	86.612	105.544	127.779	152.742	181.589	215.900	255.730	301.891
(+) Fluxo de Caixa Anterior	96.545	203.840	274.463	348.283	434.895	540.439	668.218	820.960	1.002.549	1.218.449	1.474.179
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	203.840	274.463	348.283	434.895	540.439	668.218	820.960	1.002.549	1.218.449	1.474.179	1.776.071
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	107.295	70.623	73.820	86.612	105.544	127.779	152.742	181.589	215.900	255.730	301.891
(-) Perda de incentivos fiscais		(7.513)	(8.632)	(9.919)	(11.396)	(13.094)	(15.046)	(17.287)	(19.863)	(22.823)	(26.223)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	107.295	63.110	65.188	76.693	94.148	114.685	137.696	164.302	196.037	232.907	275.668
(+) Fluxo de Caixa Anterior	96.545	203.840	266.950	332.138	408.831	502.979	617.663	755.360	919.662	1.115.698	1.348.606
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>203.840</b>	<b>266.950</b>	<b>332.138</b>	<b>408.831</b>	<b>502.979</b>	<b>617.663</b>	<b>755.360</b>	<b>919.662</b>	<b>1.115.698</b>	<b>1.348.606</b>	<b>1.624.274</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário A:</b>											
1) Probab. Ocorrência:			33%								

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE DD - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário II - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	273.073	296.205	314.807	334.576	355.588	377.919	401.652	426.876	453.684	482.175	512.455
(-) Custo dos produtos vendidos	(210.333)	(223.547)	(237.586)	(252.506)	(268.364)	(285.217)	(303.129)	(322.165)	(342.397)	(363.900)	(386.752)
LUCRO BRUTO	62.740	72.658	77.221	82.070	87.224	92.702	98.523	104.711	111.287	118.275	125.703
(-) Desp. Adm. e Gerais	(14.221)	(14.757)	(15.313)	(15.890)	(16.489)	(17.110)	(17.755)	(18.424)	(19.118)	(19.838)	(20.586)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(16.264)	(16.877)	(17.513)	(18.173)	(18.857)	(19.568)	(20.305)	(21.070)	(21.864)	(22.688)	(23.543)
(-) Outras	(16.821)	(12.769)	(12.801)	(12.835)	(12.870)	(12.906)	(12.943)	(12.982)	(13.022)	(13.064)	(13.108)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	15.434	28.255	31.594	35.173	39.009	43.118	47.520	52.235	57.282	62.685	68.467
(-) Provisão p/ IR e CS	408	(3.683)	(4.118)	(4.585)	(5.085)	(5.621)	(6.194)	(6.809)	(7.467)	(8.171)	(8.925)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	15.842	24.572	27.475	30.588	33.924	37.498	41.326	45.426	49.815	54.514	59.542
+ Depreciação	16.012	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046
- Aumento no Capital de Giro	5.276	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	50.315	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(30.402)	(24.572)	(27.475)	(30.588)	(33.924)	(37.498)	(41.326)	(45.426)	(49.815)	(54.514)	(59.542)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	107.295	63.190	68.997	75.222	81.893	89.041	96.698	104.898	113.677	123.074	133.130
(+) Fluxo de Caixa Anterior	96.195	203.490	266.680	335.677	410.898	492.792	581.833	678.531	783.429	897.105	1.020.179
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	203.490	266.680	335.677	410.898	492.792	581.833	678.531	783.429	897.105	1.020.179	1.153.309
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	107.295	63.190	68.997	75.222	81.893	89.041	96.698	104.898	113.677	123.074	133.130
(-) Perda de incentivos fiscais		(6.949)	(7.386)	(7.850)	(8.342)	(8.866)	(9.423)	(10.015)	(10.644)	(11.312)	(12.023)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	107.295	56.241	61.611	67.372	73.551	80.175	87.275	94.883	103.033	111.761	121.107
(+) Fluxo de Caixa Anterior	96.195	203.490	259.731	321.342	388.714	462.265	542.440	629.715	724.597	827.630	939.391
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>203.490</b>	<b>259.731</b>	<b>321.342</b>	<b>388.714</b>	<b>462.265</b>	<b>542.440</b>	<b>629.715</b>	<b>724.597</b>	<b>827.630</b>	<b>939.391</b>	<b>1.060.498</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário B:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE EE - Empresa Ltda - Fluxo de Caixa dos Acionistas - Cenário III - R\$ mil

DISCRIMINAÇÃO	Realizado					Projetado					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
RECEITA LÍQUIDA	273.073	333.910	400.053	479.298	574.241	687.991	824.274	987.552	1.183.173	1.417.545	1.698.342
(-) Custo dos produtos vendidos	(210.333)	(252.003)	(301.922)	(361.729)	(433.383)	(519.230)	(622.083)	(745.310)	(892.946)	(1.069.827)	(1.281.746)
LUCRO BRUTO	62.740	81.907	98.131	117.570	140.859	168.761	202.191	242.242	290.227	347.717	416.596
(-) Desp. Adm. e Gerais	(14.221)	(17.038)	(20.413)	(24.457)	(29.301)	(35.105)	(42.059)	(50.391)	(60.372)	(72.331)	(86.659)
(-) Desp. Financ. Líquidas	(16.264)	(18.941)	(22.058)	(25.688)	(29.915)	(34.839)	(40.572)	(47.249)	(55.025)	(64.081)	(74.627)
(-) Outras	(16.821)	(12.886)	(12.495)	(12.028)	(11.468)	(10.797)	(9.993)	(9.030)	(7.877)	(6.494)	(4.838)
LUCRO OPERAC. LÍQUIDO	15.434	33.042	43.165	55.397	70.174	88.020	109.566	135.572	166.953	204.810	250.471
(-) Provisão p/ IR e CS	408	(4.307)	(5.627)	(7.221)	(9.147)	(11.474)	(14.282)	(17.672)	(21.763)	(26.698)	(32.650)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERC.	15.842	28.735	37.538	48.176	61.027	76.546	95.283	117.899	145.190	178.113	217.821
+ Depreciação	16.012	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046	14.046
- Aumento no Capital de Giro	5.276	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Aumento na Dívida de Terceiros	50.315	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investimentos	(30.402)	(28.735)	(37.538)	(48.176)	(61.027)	(76.546)	(95.283)	(117.899)	(145.190)	(178.113)	(217.821)
+ Valor Contábil Ativo Retirado											
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS	1.452	71.516	89.123	110.398	136.099	167.138	204.613	249.845	304.426	370.272	449.689
(+) Fluxo de Caixa Anterior	69.435	70.887	142.403	231.526	341.924	478.023	645.162	849.775	1.099.619	1.404.045	1.774.317
FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO	70.887	142.403	231.526	341.924	478.023	645.162	849.775	1.099.619	1.404.045	1.774.317	2.224.005
FLUXO DE CX DISP ACIONISTAS SEM INCENTIVOS	1.452	71.516	89.123	110.398	136.099	167.138	204.613	249.845	304.426	370.272	449.689
(-) Perda de incentivos fiscais		(7.834)	(9.386)	(11.245)	(13.472)	(16.141)	(19.338)	(23.169)	(27.759)	(33.257)	(39.845)
= Fluxo de caixa Acionistas ajustado	1.452	63.682	79.737	99.153	122.627	150.997	185.275	226.676	276.667	337.014	409.844
(+) Fluxo de Caixa Anterior	69.435	70.887	134.569	214.306	313.459	436.087	587.084	772.359	999.034	1.275.701	1.612.716
<b>FLUXO DE CAIXA FINAL ACUMULADO</b>	<b>70.887</b>	<b>134.569</b>	<b>214.306</b>	<b>313.459</b>	<b>436.087</b>	<b>587.084</b>	<b>772.359</b>	<b>999.034</b>	<b>1.275.701</b>	<b>1.612.716</b>	<b>2.022.560</b>
<b>Premissas de Projeção para o Cenário C:</b>											
1) Probab. Ocorrência:		33%									

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE FF - Empresa Ltda - Cálculo do Custo do Capital Próprio através do CAPM

---

$Re = Rf + (Rm - Rf)Bi =$	9,42%
CCP = Custo do Capital Próprio	
$Rf =$ Taxa livre de risco	7,33%
$Rm =$ Rendimento médio do mercado	11,43%
$Bi =$ Beta médio do setor	0,51
$Ke = Rf + (Rm - Rf) * Beta$	9,42%

---

Fonte: Elaboração própria

## APÊNDICE GG - Empresa Ltda - Cálculo do Valor da Empresa - R\$ mil

<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO COM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		70.623	73.820	86.612	105.544	127.779	152.742	181.589	215.900	255.730	3.657.947
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		63.190	68.997	75.222	81.893	89.041	96.698	104.898	113.677	123.074	1.613.104
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		71.516	89.123	110.398	136.099	167.138	204.613	249.845	304.426	370.272	5.448.771
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	68.443	77.313	90.744	107.846	127.986	151.351	178.777	211.334	249.692	3.573.274
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			2.202.786								
<b>(+) Dívidas</b>			63.904								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>2.266.690</b>								
<b>CÁLCULO DO VALOR DA EMPRESA ATRAVÉS DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO SEM INCENTIVOS FISCAIS</b>											
<b>CENÁRIOS</b>		<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>CENÁRIO A</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		63.110	65.188	76.693	94.148	114.685	137.696	164.302	196.037	232.907	3.340.204
<b>CENÁRIO B</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		56.241	61.611	67.372	73.551	80.175	87.275	94.883	103.033	111.761	1.467.427
<b>CENÁRIO C</b>	33%										
FLUXO DE CAIXA:		63.682	79.737	99.153	122.627	150.997	185.275	226.676	276.667	337.014	4.965.979
<b>FLUXO ESPERADO:</b>	100%	61.011	68.845	81.073	96.775	115.286	136.749	161.953	191.912	227.228	3.257.870
<b>Valor Presente do Fluxo Operacional (R\$):</b>			2.000.621								
<b>(+) Dívidas</b>			63.904								
<b>VALOR DA EMPRESA (R\$)</b>			<b>2.064.525</b>								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (R\$)</b>			202.165								
<b>REDUÇÃO DO VALOR DA EMPRESA EM FUNÇÃO DOS INCENTIVOS (%)</b>			8,919%								

Fonte: Elaboração própria

**ANEXOS**

## ANEXO A - Leis Estaduais Reativas ao PROADI

LEIS	RESUMOS
<u>Decreto 17.101/03</u>	Altera o Decreto nº 13.723, de 24 de dezembro de 1997, que aprova o PROADI.
<u>Decreto 17.083/03</u>	Altera o Decreto nº 13.723, de 24 de dezembro de 1997, que aprova o PROADI
<u>Decreto 16.408/02</u>	Altera o Regulamento do PROADI, aprovado pelo Decreto nº 13.723, de 24 de dezembro de 1997, e dá outras providências.
<u>Decreto 16.332/02</u>	Altera o Regulamento do PROADI, aprovado pelo Decreto nº 13.723, de 24 de dezembro de 1997, e dá outras providências.
<u>Lei 8.148/02</u>	Altera dispositivos da Lei nº. 7.075 de 17 de novembro de 1997, que dispõe sobre o PROADI.
<u>Lei 7.911/01</u>	Altera a Lei nº 7.075, de 17 de novembro de 1997, e dá outras providências.
<u>Lei 7.810/00</u>	Altera a Lei no 7.075, de 17 de novembro de 1997, e dá outras providências.
<u>Decreto 14.898/00</u>	Aprova o Regulamento Adicional do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial do Rio Grande do Norte - PROADI, e dá outras providências.
<u>Lei 7.075/97</u>	Dispõe sobre o Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial do Estado do Rio Grande do Norte (PROADI) e dá outras providências.
<u>Decreto 13.723/97</u>	Aprova o Regulamento do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial - PROADI. (Original)
<u>Decreto 13.723/97</u>	Aprova o Regulamento do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Industrial - PROADI. (Consolidado)

Fonte: Secretaria de Estado da Tributação (2005).