UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

CÁLCULO DO VALOR DE ATIVOS INTANGÍVEIS: Uma Metodologia Alternativa para a Mensuração do Valor de Marcas

Mario César de Mattos Milone

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

São Paulo 2004

REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO Prof. Dr. Adolpho José Melfi

DIRETORA DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondim de Vasconcellos

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

CÁLCULO DO VALOR DE ATIVOS INTANGÍVEIS: Uma Metodologia Alternativa para a Mensuração do Valor de Marcas

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para a obtenção do Título de Doutor em Administração.

Mario César de Mattos Milone

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

São Paulo 2004

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Milone, Mario César de Mattos

Cálculo do valor de ativos intangíveis : uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas / Mario César de Mattos Milone. -- São Paulo, 2004.

124 f.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004 Bibliografia.

1. Administração 2. Empresas – Avaliação 3. Ativos intangíveis 4. Marcas I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade . II. Título.

CDD - 658

"O que é um cínico? É um homem que sabe o preço de tudo, e o valor de nada."

Oscar Wilde, Lady Windermere's Fan¹

¹ Citação tirada de Wasserstein, 2000, tradução nossa.

À minha familia

Agradecimentos

Agradeço ao professor Rubens Famá, pela paciência, dedicação e apoio durante todo este processo.

Aos professores José Roberto Securato e Eduardo Kazuo Kayo, pelas valiosas contribuíções durante a banca de qualificação.

Aos demais professores da FEA/USP, pelos valiosos ensinamentos que ajudaram a construir, de um modo ou de outro, este trabalho.

À Valéria, Eloisa, Fabiana, Daniele e demais funcionários da FEA por toda ajuda ao longo destes últimos anos.

Agradeço o suporte da minha familia e amigos, que acompanharam minha caminhada.

E, acima de tudo, agradeço aos meus pais, sem os quais nada disso teria sido possível.

RESUMO

Cada vez mais tem sido evidenciado pela performance das empresas nos mercados financeiros que uma parcela significativa do seu valor não está vinculado aos ativos tangíveis que ela possui. Diversos estudos acadêmicos sugerem que outros ativos são responsáveis por esta geração de valor adicionado nas empresas: os ativos intangíveis.

Dentre os vários ativos intangíveis que aportam valor a uma empresa, a marca tem sido destaque em diversos trabalhos. Existem evidências que marcas fortes geram valor adicionado às empresas, sendo a sua mensuração um grande desafio.

Diante disso, neste estudo elaborou-se uma metodologia alternativa de mensuração do valor de marcas baseada no método do fluxo de caixa descontado. Para tal, foi desenvolvida uma ferramenta denominada *Scorecard* da Marca que identifica e quantifica a influência que a marca exerce na capacidade de geração de fluxos futuros de uma empresa.

A metodologia alternativa foi aplicada a empresas de diferentes segmentos de mercado, a saber: Banco Itaú e Unibanco do setor de Serviços Financeiros e Perdigão e Sadia do setor Alimentício.

Ficou demonstrado, pelos resultados obtidos, que a metodologia proposta captou as diferenças entre as empresas analisadas e possibilitou a mensuração do valor específico de cada uma das marcas. Assim, foi possível incorporar, de maneira mais abrangente, o impacto que as marcas agregaram aos resultados financeiros das empresas.

ABSTRACT

The performance of companies in the financial markets for the past few years has led to the conclusion that a very significant portion of their value can not be directly explained by the tangible assets they possess. Recent academic studies have suggested that the value creation in these companies are caused by the intangible assets.

Amongst the various different intangible assets that help create value in companies, the brand has been focus of several studies. Empirical evidence have shown that strong brands help create added value for the companies that control them. Additionally, the identification and calculation of the value of brands has posed as a huge challenge.

In this context, the main objective of this study was the development of an alternative methodology for brand valuation, based on the Discounted Cash Flow (DCF) model. In order to accomplish this objective, an instrument called *Brand Scorecard* was developed in order to capture the brand's influence in the companies' excess cash flow creation.

This alternative methodology was applied to four different companies, participating in two distinct market segments. They are: Banco Itaú and Unibanco of the Financial Services segment and Perdigão and Sadia from the Food segment.

The results indicate that the proposed methodology was efficient in capturing the main differences among the companies and brands. The methodology was also capable of capturing the value of the brands by identifying and isolating their relationship with the companies' excess cash generation capacity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modelo de Dinâmica de Valor – Ativos mais Significativos	. 24
Figura 2: Elementos de Valor de uma Marca	. 28
Figura 3: Prisma de Identidade da Marca	. 30
Figura 4: Evolução da Relação da Marca com o Consumidor	. 31
Figura 5: Importância da Marca e sua Influência no Preço de Venda	. 34
Figura 6: Modelo de Capital Intelectual	. 40
Figura 7: O Balanço Patrimonial de uma Empresa Baseada no Conheciment	Ю.
	. 41
Figura 8: Desenho Esquemático da Metodologia Adotada	. 48
Figura 9: Ilustração da Relação entre o Scorecard da Marca e o DRE e Fluxo	o .
de Caixa	. 71
Figura 10: Evolução das Receitas – Banco Itaú	. 85

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Relação - Ativos Permanentes x Valor de Mercado	3
Tabela 2: Fatores de Força de uma Marca	. 38
Tabela 3: Exemplo do Balanço Patrimonial	. 50
Tabela 4: Exemplo da Demonstração de Resultados	. 51
Tabela 5: Exemplo da Demonstração de Origens e Aplicações dos Recursos	. 51
Tabela 6: Resumo do Cálculo do Valor da Marca	. 76
Tabela 7: Scorecard da Marca Itaú - Resultados	. 79
Tabela 8: Scorecard da Marca Itaú - Fatores Ponderados	. 80
Tabela 9: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Itaú	. 81
Tabela 10: Cálculo do Valor do Banco Itaú	. 82
Tabela 11: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao <i>Scorecard</i> da Marca-	
Tabela 12: Cálculo do Valor do Banco Itaú Ajustado ao Scorecard da Marca	. 84
Tabela 13: Valor da Marca Itaú	. 85
Tabela 14: Scorecard da Marca Unibanco - Resultados	. 87
Tabela 15: Scorecard da Marca Unibanco - Fatores Ponderados	. 88
Tabela 16: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Unibanco	. 89
Tabela 17: Cálculo do Valor do Banco Unibanco	. 90
Tabela 18: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao <i>Scorecard</i> da Marca Unibanco	
Tabela 19: Cálculo do Valor do Banco Unibanco Ajustado ao <i>Scorecard</i> da Marca	. 91
Tabela 20: Valor da Marca Unibanco	. 92
Tabela 21: Scorecard da Marca Perdigão - Resultados	. 94

Tabela 22: <i>Scorecard</i> da Marca Perdigão - Fatores Ponderados	95
Tabela 23: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 – Perdigão	96
Tabela 24: Cálculo do Valor da Perdigão	97
Tabela 25: Demonstrativos de Resultados Ajustados ao <i>Scorecard</i> da Marca - Perdigão	
Tabela 26: Cálculo do Valor da Perdigão Ajustado ao Scorecard da Marca	98
Tabela 27: Valor da Marca Perdigão	99
Tabela 28: Scorecard da Marca Sadia - Resultados10	01
Tabela 29: Scorecard da Marca Sadia - Fatores Ponderados	01
Tabela 30: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 – Sadia	02
Tabela 31: Cálculo do Valor da Sadia1	03
Tabela 32: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao <i>Scorecard</i> da Marca – Sadia	
Tabela 33: Cálculo do Valor da Sadia Ajustado ao Scorecard da Marca 10	04
Tabela 34: Valor da Marca Sadia10	05
Tabela 35: Resumo dos Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca	05

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Valor da Empresa e Taxonomia dos Intangíveis	. 24
Quadro 2: Principais Características Presentes nas Marcas Bem-Sucedidas	. 33
Quadro 3: Empresas e Marcas Avaliadas	. 49
Quadro 4: Atributos da Marca e seus Indicadores de Desempenho	. 56
Quadro 5: Classificações de Alcance Geográfico	. 60
Quadro 6: Atributos e Variáveis Financeiras Impactadas	. 66
Quadro 7: Resumo Genérico das Notas dos Atributos	. 67

SUMÁRIO

RESUMO	V
ABSTRACT	VI
LISTA DE FIGURAS	VII
LISTA DE TABELAS	VIII
LISTA DE QUADROS	X
SUMÁRIO	
1. INTRODUÇÃO	
1.1. Apresentação	
1.2. O Problema da Pesquisa	
1.2.1. Visão Geral	
1.2.2. Justificativa e Importância do Tema	
1.2.3. Problema da Pesquisa	
1.2.4. Objetivo	
1.2.5. Hipóteses da Pesquisa	
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	
2.1. Conceitos Gerais	8
2.1.1. Valor do Dinheiro no Tempo: Valor Presente Líquido	
2.1.2. Risco: Conceitos e Medidas	
2.1.2.1. Medidas de Risco	
2.2. Relação Risco e Retorno: Qual o Preço da Incerteza?	11
2.2.1. Teoria de Portfolios	11
2.2.2. O β como Parâmetro de Risco	14
2.3. Técnicas de Avaliação de Ativos e Empresas	15
2.3.1. Principais Usos	15
2.3.2. Metodologias de Avaliação	16
2.3.2.1. Avaliação Relativa	16
2.3.2.2. Avaliação por Direitos Contingentes	17
2.3.2.3. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	17

2.3.2.3.1. Elaboração do Fluxo de Caixa	18
2.3.2.3.2 Taxas de Desconto - Custo Médio Ponderado de Capital	19
2.3.2.3.3 Limitações do Fluxo de Caixa Descontado	20
2.4. Ativos Intangíveis: Definição e Tipologia	21
2.5. Marcas: Conceitos e Definições	25
2.5.1. Valor de Marca: Conceitos e Modelos de Avaliação e Mensuração	27
2.5.1.1. Fatores que Geram Valor de Marca	28
2.5.1.2. Modelos de Mensuração do Valor de Marca	31
2.5.1.3. Importância da Marca no Valor de Empresas: Estudos Empíricos	34
2.6. Avaliação Econômico-Financeira de Marcas: Legislação, Usos e	
Ferramentas	35
2.6.1. Legislação Contábil	35
2.6.2. Técnicas de avaliação de ativos intangíveis	36
2.6.3. Metodologias de avaliação de Marcas	37
2.6.3.1. Metodologia Interbrand	37
2.6.3.2. Metodologia Brand-Finance	38
2.6.4. Avaliação de Marcas e Risco	39
2.7. Componentes do Valor da Empresa	40
3. METODOLOGIA DE PESQUISA	. 46
3.1. Natureza do Estudo	47
3.2. Estratégia da Pesquisa e Procedimentos de Campo	47
3.2.1. Procedimento para Elaboração da Metodologia e Coleta de Dados	49
3.2.2. Definição da Amostra	49
3.2.2.1. Dados Coletados	50
3.3. Scorecard da Marca - Identificação dos Direcionadores de Valor	52
3.3.1. Direcionadores de Valor de Marcas – Aspectos Teóricos	52
3.3.2. Mensuração dos Direcionadores de Valor de Marcas	
3.3.2.1. Direcionadores de Valor – Atributos Mensurados	
3.3.2.1.1. Atributos de Mercado	57
3.3.2.1.1.1. Participação de Mercado	57
3.3.2.1.1.2. Tempo na Liderança	
3.3.2.1.1.3. Número de Concorrentes	59
3.3.2.1.2. Atributo de Alcance	59
3.3.2.1.2.1. Alcance Geográfico da Empresa	60

	3.3.2.1.3. Atributos Comparativos	60
	3.3.2.1.3.1. Share of Mind	61
	3.3.2.1.3.2. Share of Voice	62
	3.3.2.1.4. Atributos de Investimento	63
	3.3.2.1.4.1. Gastos de Marketing	63
	3.3.2.1.4.2. Gastos de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)	63
	3.3.2.1.5. Atributos Específicos	64
	3.3.2.1.5.1. Idade da Marca	64
	3.3.2.1.5.2. Evolução Histórica	65
	3.3.2.2. Scorecard da Marca - Sistema de Notas e Ponderação dos Fatores	s 66
	3.3.3. Direcionadores de Valor e Seus Impactos na Avaliação de Marcas	70
3	3.4. Geração dos Fluxos de Caixa	72
	3.4.1. Determinando as Taxas de Desconto	
,	4.1. Mensuração do Valor da Marca	76
	4.1. Mensuração do Valor da Marca	
	4.1.1.1 Banco Itaú	
	4.1.1.1. Banco Itaú - Histórico	
	4.1.1.1.2. Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca – Itaú	
	4.1.1.1.3. Cálculo do Valor da Marca	
	4.1.1.2. Banco Unibanco	
	4.1.1.2.1. Banco Unibanco - Histórico	
	4.1.1.2.2. Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca	
	4.1.1.2.3. Cálculo do Valor da Marca	
	4.1.2. Empresas de Alimentos	
	4.1.2.1. Perdigão	
	4.1.2.1.1 Perdigão - Histórico	
	4.1.2.1.2. Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca	
	4.1.2.1.3. Cálculo do Valor da Marca	
	4.1.2.2. Sadia	
	4.1.2.2.1. Sadia - Histórico	
	4.1.2.2.2. Resultados do <i>Scorecard</i> da Marca	
	4.1.2.2.3. Cálculo do Valor da Marca	
	4.1.3. Considerações Gerais sobre os Resultados do Scorecard da Marca	
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	110
υ.		, , ,

ANEXOS	116
ANEXO 1 – Dados Históricos	117

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação

Um desafio presente em toda a evolução da teoria financeira refere-se aos métodos de se mensurar o valor de um bem - seja este um produto, um serviço ou um projeto.

O conceito de valor passou a exercer importante função no dia-a-dia da nossa sociedade. Desde muito cedo, tem-se notícia do comércio praticado por meio do escambo no qual o valor passa a ter importância. Estas trocas sempre foram movidas pela necessidade e pode-se dizer que o principal direcionador era a utilidade que os produtos trocados tinham para cada uma das partes envolvidas.

A Teoria Econômica demonstra que existe uma forte ligação entre o conceito de valor e o de utilidade. Conforme apontam Fama e Miller (1975), quanto maior a utilidade maior é o valor intrínseco de um bem percebido por um agente econômico. Pode—se, então, estender este conceito para as empresas em geral, no qual quanto maior a utilidade maior será o valor de um bem ou serviço por elas ofertado no mercado.

Como a idéia de valor de um bem ou serviço está intimamente ligada à obtenção de uma representação monetária do mesmo, uma importante questão acadêmica reside na maneira de se elaborar o cálculo desta representação quantitativa.

A literatura que versa sobre avaliação de bens e ativos é muito antiga e extensa, e tem sido dado especial destaque para a metodologia do fluxo de caixa descontado (FCD) que, segundo Luehrman (1997b), tornou-se uma das principais técnicas para avaliar os ativos corporativos desde o seu desenvolvimento mais formal na década de 1970.

O artigo de Miller e Modigliani (1961) apresenta a idéia de que o fluxo de caixa livre, gerado por um ativo, é o que melhor determina sua criação de valor. Baseando-se nesta afirmação, Stern (1974) apresentou formalmente a técnica

de avaliação pelo fluxo de caixa livre. Mais recentemente, autores como Copeland, Koller e Murrin (1996), Damodaran (1997), Rappaport (1998) e Stewart III (1999) têm dedicado grande esforço na análise e disseminação desta técnica.

Apesar do FCD estar consagrado nos meios acadêmico e profissional, esta metodologia possui alguns aspectos que podem limitar a sua aplicabilidade e eficácia. Damodaran (1997, 2000) descreve algumas situações particulares onde o FCD se mostra mais vulnerável, a saber:

- empresas insolventes;
- empresas em mercados cíclicos;
- empresas com ativos não-utilizados;
- empresas novas (que ainda não apresentam lucros, histórico de dados e/ou não tem empresas comparáveis); e,
- empresas com opções de produtos / patentes.

Para o autor, nestes casos específicos, a metodologia FCD não consegue mensurar corretamente a totalidade do valor que estas empresas possuem.

Outros autores também apontam possíveis melhorias ao FCD, como Luehrman (1997a) que sugere a utilização de uma técnica alternativa, o Valor Presente Ajustado (APV) para capturar flexibilidades financeiras enquanto que Trigeorgis (1993) e Kulatilaka (1993), são alguns dos acadêmicos que sugerem que o FCD sozinho é incapaz de incorporar os efeitos de flexibilidades administrativas, sendo o uso de opções reais uma alternativa válida.

Mas de onde surge o valor de uma empresa ou de seus bens e serviços? e, Como os métodos atuais de avaliação possibilitam a mensuração deste valor?

Como pode ser observado no Tabela 1, os ativos permanentes de uma empresa parecem responder por não mais do que 41% do seu valor de mercado e, em casos extremos, como o da Microsoft, podem representar apenas 2,9%.

Tabela 1: Relação - Ativos Permanentes x Valor de Mercado

	Valores em		
<u>Empresa</u>	Valor de Mercado (a)	Ativos Permanentes (b)	<u>Índice</u> (b) / (a)
Amazon	17,4	0,5	2,9%
GE	326,5	89,4	27,4%
Microsoft	286,4	15,9	5,6%
Procter & Gamble	132,5	13,1	9,9%

Fonte dos dados: www.hoovers.com

Nota: (a) Segundo cotação em bolsa no dia 27/02/04.

(b) Segundo Relatórios Anuais oficiais do ano fiscal terminado em 2003.

Uma das possíveis razões desta diferença acentuada é o peso que os ativos intangíveis passaram a representar nas avaliações que o mercado faz destes negócios. A causa deste fenômeno pode estar relacionada ao fato de que grande parte do valor atribuível a uma empresa está ligada aos seus ativos intangíveis como, por exemplo, patentes, pesquisa e desenvolvimento, capital humano e marcas, entre outros.

Boulton, Libert e Samek (2000) apresentam dados de diversas empresas em 1999, sendo possível calcular o índice valor de mercado / valor contábil (também conhecido como *market-to-book value*). Este índice aponta o quanto do valor de mercado é atribuível ao valor contábil, o que pode caracterizar-se como uma *proxy* para o valor dos ativos intangíveis. Os dados apresentados pelos autores indicam que uma parte significativa do valor de mercado das empresas analisadas não pôde ser explicada pelo seu valor contábil.

Desta forma, verifica-se uma maior ênfase nas discussões acadêmicas dos últimos anos no que diz respeito ao estudo da precificação destes ativos. Bertolotti (1995) e Reilly (1996) são alguns dos autores que têm dedicado esforços na análise de métodos de avaliação destes ativos, nos quais se percebe que uma especial atenção está sendo dada às marcas.

É dentro deste contexto que se insere este estudo. No início, serão apresentados o problema da pesquisa e os seus objetivos. Em seguida, será feita uma revisão bibliográfica sobre as metodologias de avaliação de ativos e serão analisados, em detalhe, os fatores que aportam valor a uma marca.

Posteriormente, será desenvolvida e aplicada uma metodologia alternativa específica de avaliação de marcas e serão apresentados os resultados de sua aplicação. Por fim, serão destacadas as principais conclusões do trabalho.

1.2. O Problema da Pesquisa

1.2.1. Visão Geral

Conforme destacado na Tabela 1, existe uma grande parcela do valor de uma empresa que não é explicada pelos seus ativos tangíveis. Desta forma, um peso significativo deve estar sendo dado aos demais fatores que geram valor a estes negócios. A principal fonte pode ser direcionada aos seus ativos intangíveis.

O que é exatamente um ativo intangível?

Segundo Damodaran (1997), ativos intangíveis são aqueles ativos que não possuem forma física. Apesar desta característica, eles afetam a performance e o fluxo de caixa das empresas.

A lista de possíveis ativos intangíveis é vasta, segundo categorização apresentada por Reilly (1996), onde se destacam os seguintes: contratos vantajosos com fornecedores e clientes, desenhos esquemáticos de engenharia, listas de clientes, softwares proprietários, mão-de-obra treinada e capacitada, marcas, embalagens registradas, direitos autorais e patentes.

Focando a análise econômico-financeira dos ativos intangíveis em apenas uma dimensão - a marca –, por sua grande importância relativa, pode-se levantar a seguinte questão central: De onde surge o valor deste ativo?

Kapferer (1991), Biel (1992), Keller (1993), Aaker (1996), Aaker (apud CHURCHILL E PETER, 2000), Churchill e Peter (2000) são alguns dos autores que abordaram este tema, tendo identificado os principais direcionadores de valor das marcas e desenvolvido técnicas de se mensurar o impacto destes. Porém, a abordagem utilizada pelos autores tem um caráter mais mercadológico do que financeiro.

1.2.2. Justificativa e Importância do Tema

Pesquisas elaboradas pela empresa de consultoria Interbrand, conforme apresentado por Perrier e Trevillion (1999), evidenciam que:

- (i) Empresas de produtos com marcas destacadas desempenharam uma performance melhor do que a média das empresas com papéis cotados no índice da Bolsa de Londres (FTSE); e,
- (ii) Existe uma diferença na ordem de aproximadamente 71% entre o valor de mercado de algumas empresas e o seu valor contábil. Isto resulta, em grande parte, do peso que os ativos intangíveis tem na avaliação feita pelo mercado.

Adicionalmente, a grande onda de fusões e aquisições dos anos oitenta e noventa foi o início de um grande processo de reestruturação do mercado. Este movimento possibilitou, em um segundo instante, uma nova seqüência de operações, na qual as empresas passaram a vender marcas e / ou unidades de negócios não-estratégicos, segundo aponta Wasserstein (2000).

Com isto, a elaboração de uma metodologia de avaliação correta de ativos intangíveis, mais especificamente de marcas, é um tema de interesse acadêmico e profissional. Os resultados podem servir de subsídio para empresas que estejam procurando avaliar suas marcas com o intuito de estabelecer uma gestão mais ativa deste bem, além de auxiliar em processo de venda ou incorporação do seu valor nos relatórios contábeis.

Damodaran (1997) aponta para as vantagens de se utilizar o FCD como modelo de avaliação de ativos reais, enquanto Reilly (1996) faz a ponte deste modelo com a avaliação de ativos intangíveis em geral. A utilização do modelo de FCD, com a definição dos direcionadores de valor específicos de uma marca, apresenta-se como uma alternativa muito relevante.

1.2.3. Problema da Pesquisa

Estudos indicam que empresas com marcas fortes apresentam maiores retornos do que empresas com marcas fracas ou inexistentes. Uma das

possíveis explicações deste fenômeno pode estar no fato das marcas serem capazes de aportar ganhos significativos na geração de fluxos de caixa futuro de uma empresa.

A avaliação de ativos intangíveis, como marcas de produtos, apresenta algumas particularidades que devem ser cuidadosamente analisadas. Para que se possa calcular o valor econômico-financeiro deste ativo, existe a necessidade de se estimar os fluxos de caixa que contenham o impacto dos benefícios gerados pelos mesmos.

A partir dos pontos levantados, é possível destacar algumas questões importantes, a saber:

- i) É correto adequar a realidade das informações disponíveis às necessidades formais dos modelos de avaliação de ativos em uso?
- ii) É correto utilizar os mesmos modelos de avaliação de ativos tangíveis para precificar objetos tão distintos como os ativos intangíveis?
- iii) Existe uma maneira objetiva de se quantificar o valor do ativo intangível marca, apesar do subjetivismo presente nas análises com os modelos atuais?

Assim, o problema da pesquisa proposto parte destes questionamentos e pode ser expresso da seguinte forma:

Devido à importância que uma marca, com suas características específicas, tem na determinação do valor de um ativo a ser negociado no mercado, qual a metodologia mais apropriada para se calcular o valor deste ativo intangível, a partir da identificação dos efeitos que a marca tem na geração dos fluxos de caixa futuros de uma empresa?

1.2.4. Objetivo

O objetivo do presente trabalho é o de elaborar uma metodologia para se determinar o valor de marcas, por meio do desenvolvimento de uma abordagem baseada no fluxo de caixa descontado que utilize os direcionadores

de valor específicos das mesmas para segregar seu valor dos demais ativos da empresa.

Para tal, primeiramente, será necessário identificar, utilizando uma ferramenta de mensuração denominada *Scorecard* da Marca, quais as principais características ou direcionadores de valor de uma marca que devem influenciar a sua avaliação, para em seguida calcular os seus valores aplicando uma abordagem sustentada no método do FCD.

1.2.5. Hipóteses da Pesquisa

A linha de pesquisa adotada neste estudo propõe-se a responder as questões levantadas anteriormente, pois elas afetam qualquer proposta de modelo para o cálculo do valor de marcas.

Desta forma, a hipótese geral pode ser formulada da seguinte maneira:

A identificação dos direcionadores de valor específicos de uma marca, bem como sua relação direta com a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa incrementais, permitirá mensurar de forma mais abrangente o seu valor.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Conceitos Gerais

Existem algumas questões básicas no estudo de diversos campos acadêmicos que definem e disciplinam o caminho percorrido pelos pesquisadores ao longo de sua evolução. Esta realidade também se faz presente nas linhas de pesquisa inserida na área de finanças, onde Brealey e Myers (1996, pp. 12-13) destacam, de forma bem simplificada, os dois aspectos que os autores chamam de princípios fundamentais de finanças:

Princípio 1:

"Uma unidade monetária hoje vale mais do que uma unidade monetária amanhã"

Princípio 2:

"Uma unidade monetária sem risco vale mais do que uma unidade monetária com risco"

Estas duas observações servem como pano de fundo para os vários questionamentos teóricos feitos nas últimas décadas, durante o desenvolvimento dos estudos em finanças. Dentre eles, deve-se inicialmente destacar o conceito de valor do dinheiro no tempo e o efeito que a percepção do risco tem neste valor.

Como aponta Sharpe (1964), o mercado fornece aos investidores tanto o preço do tempo (taxa pura de juros) quanto o preço do risco, gerando então a necessidade de se desenvolver ferramentas parar mensurar estes dois efeitos.

2.1.1. Valor do Dinheiro no Tempo: Valor Presente Líquido

Blaug (1968) discorre a respeito do trabalho do economista americano Irwin Fisher que, em 1930, apresentou a teoria do juro, precursora do conceito de valor presente. Fisher (apud BLAUG, 1968) demonstrou que a separação entre

a administração e a propriedade é factível, já que os acionistas e administradores trabalham para o mesmo objetivo final, ou seja, maximização do valor do negócio.

Segundo Copeland e Weston (1992), a taxa de juros pode ser conceituada como o preco pelo deferimento do consumo ou pela taxa de retorno de um investimento. Com isto, pode-se verificar que a taxa de juros pode ser utilizada para identificar qual é o efeito que o tempo gera em investimentos.

Seguindo nesta linha, o conceito de valor presente de um ativo é função de uma taxa de juros composta e pré-determinada além do período de tempo entre a data futura e o momento que se quer estimar o valor deste ativo.

Matematicamente, podemos representar este cálculo por meio da seguinte equação:

$$PV = \sum \frac{FV}{(1+r_t)^t} \tag{1}$$

Onde: valor presente do ativo:

valor futuro do ativo:

taxa de desconto no período t;

número de períodos.

Este conceito estende-se também para o caso onde um bem tem o seu valor presente composto por mais de um fluxo futuro. Um bom exemplo deste tipo de ativo é uma ação que tem um fluxo de dividendos, onde neste caso a fórmula do valor presente pode ser ampliada para capturar o efeito destes diferentes fluxos, sendo representada da seguinte forma:

$$PV = \sum \frac{C_t}{\left(1 + r_t\right)^t} \tag{2}$$

PVOnde: valor presente do fluxo;

> valor do fluxo no período t; C_t taxa de desconto no período *t*;

número de períodos.

A equação 2 é considerada por Brealey e Myers (1996, p.35) como sendo uma representação simplificada do fluxo de caixa descontado (FCD).

Percebe-se, em ambos os casos, a importância da taxa de desconto, pois é ela quem determina qual o impacto do tempo e qual o grau de risco a que este fluxo está exposto. Desta forma, a taxa de desconto é a principal protagonista dos dois princípios fundamentais postulados por Brealey e Myers (1996), já que ela é a responsável pela incorporação dos efeitos do tempo e do risco na mensuração do valor de um ativo.

2.1.2. Risco: Conceitos e Medidas

O segundo princípio postulado por Brealey e Myers (1996), refere-se ao conceito de risco e sua importância nos estudos relacionados com finanças.

Segundo Solomon e Pringle (apud SECURATO, 1993, p. 21), "risco é o grau de incerteza a respeito de um evento". Bernstein (1996) aponta Frank Knight como um dos primeiros autores a definir risco como uma medida da incerteza, cuja obra "Risk, Uncertainty and Profit" apresenta pela primeira vez o processo de tomada de decisão sob condições de incerteza.

Securato (1993) apresenta o conceito de risco como sendo o conjunto de dois tipos distintos: o risco sistemático ou conjuntural e o risco não-sistemático ou próprio. Segundo o autor, o primeiro refere-se ao impacto que o entorno econômico, político e social exerce no comportamento de um ativo, enquanto o segundo está ligado a aspectos inerentes e específicos ao ativo analisado.

Duarte (1996) apresenta uma tipologia alternativa para os diversos tipos de risco, a saber:

- risco de mercado, caracterizado pelo risco da instituição incorrer em perdas devido a alterações no valor dos ativos negociados pela mesma, onde se destacam o risco: da taxa de juros, da taxa de câmbio, das commodities, das ações, da liquidez etc.;
- (ii) risco de crédito, onde uma das partes envolvidas em uma operação não honra suas dívidas:

 risco operacional, ligado à estrutura e ao dia-a-dia da empresa, tendo como exemplos riscos de controle, fraude, modelagem, liquidação financeira, entre outros;

(iv) risco legal, sendo este o risco de não cumprimento das obrigações devido a algum impedimento de ordem legal.

2.1.2.1. Medidas de Risco

Segundo Copeland e Weston (1992), um dos maiores avanços no estudo de finanças aconteceu quando o risco passou a ser quantificado. Com isto foi possível precificar ativos que apresentavam características de risco, ou seja, incerteza quanto ao seu resultado final.

Os autores apontam que a estatística fornece uma série de medidas que, associadas ao estudo de finanças, podem ser relacionadas com o conceito de risco, dentre as quais destacam-se as medidas de localização (média, moda, mediana) e as medidas de dispersão (intervalo, variância, desvio-padrão, semivariância).

2.2. Relação Risco e Retorno: Qual o Preço da Incerteza?

2.2.1. Teoria de Portfolios

O primeiro passo em relação ao tratamento conjunto do risco e retorno foi dado por Markowitz (1952), que identificou a possibilidade de se diminuir o risco de um portfolio ao se agrupar ativos com perfis de risco inversamente correlacionados, em outras palavras, por meio da diversificação. Ao fazê-lo, o autor demonstrou que existe uma ligação entre os conceitos de risco e retorno, já que um depende fundamentalmente do outro.

Ao desenvolver seu modelo de avaliação de portfolios baseado no conceito de média e variância como medidas de retorno e risco, respectivamente, o autor

precisou adotar algumas premissas quanto ao comportamento dos investidores e do mercado. São elas:

- investidores avaliam um portfolio apenas pelo valor esperado e variância das taxas de retorno em um período;
- investidores sempre procuram, dado o mesmo nível de risco, o portfolio de maior retorno;
- investidores diante de portfolios com o mesmo retorno sempre procuram o de menor risco (aversão ao risco);
- ativos são infinitamente divisíveis, podendo apenas serem comprados em frações;
- existe uma taxa livre de risco pela qual o investidor pode tomar ou emprestar recursos;
- custos de transação e impostos são irrelevantes;
- investidores concordam quanto à distribuição de probabilidades dos retornos dos ativos, o que garante apenas um único conjunto de carteiras eficientes.

O autor identificou que, ao contrário do que se poderia intuir, a relação de possíveis carteiras não obedece a uma reta, mas a uma hipérbole, que delimita a chamada fronteira eficiente de uma carteira. É nesta fronteira que estão localizadas as combinações de possíveis carteiras que maximizam a relação risco-retorno dos ativos deste portfolio.

Apesar do trabalho de Markowitz ter sido de uma importância significativa por ter identificado o relacionamento íntimo entre risco e retorno, seu modelo matemático era demasiado complexo para a capacidade computacional da época. Isto ficava evidente ao se tentar analisar carteiras de investimentos que apresentassem mais do que três ativos, pois a valorização destas carteiras implicava na análise da covariância/correlação dos ativos tomados um a um.

Sharpe (1964) desenvolveu um modelo de equilíbrio de mercado para precificar ativos em condições de risco. Ao postular o equilíbrio do mercado como determinante do preço do risco para um ativo, o autor propôs que as taxas de

retorno de todos os ativos com risco são função de sua correlação com o portfolio de mercado, que é uma carteira "imaginária" composta por todos os ativos existentes. Posteriormente, Lintner (1965) e Black (1972) ampliaram o modelo de mercado, criando o que se denomina de *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que pode ser caracterizado pela seguinte equação, apresentada por Brealey e Myers (1996, p. 180):

$$r - r_f = \beta \left(r_m - r_f \right) \tag{3}$$

r- r_f prêmio de risco esperado de uma ação;

 r_m risco de mercado;

 r_f prêmio de risco de mercado;

 $\dot{\beta}$ fator de correlação entre os retornos da ação e a carteira de

mercado.

Onde:

O beta (β) da Equação 3 representa o risco sistêmico a que a ação está exposta quando comparada com a carteira de mercado. Uma forma alternativa para representar a relação do CAPM foi oferecida por Damodaran (1997, p. 60), por meio da Equação 4 que pode-se ver a seguir:

$$E(R_i) = r_f + \left[E(r_m) - r_f \right] \times \beta \tag{4}$$

Onde: $E(R_i)$ retorno esperado da ação i;

 r_f taxa livre de risco;

 $E(r_m)$ retorno esperado do portfolio de mercado;

 $E(r_m)$ - r_f prêmio de mercado;

β fator de correlação com a carteira de mercado.

O CAPM traz consigo a premissa de que o risco inerente aos ativos pode ser separado em dois: (i) risco não-diversificável - relacionado com a economia, e (ii) risco diversificável - específico aos ativos. O modelo calcula o risco não-diversificável ao analisar o impacto do comportamento dos ativos em relação à carteira de mercado.

Ross (1976) sugere que os ativos apresentem mais de um componente do risco, já que para o autor o β não é suficiente para explicar o comportamento dos retornos. Ele sugere, então, um modelo fatorial de precificação,

denominado de *Arbitrage Pricing Model* (APT), por basear-se na possibilidade de arbitragem de carteiras com mesmo risco, porém com retornos esperados diferentes.

O APT procura mensurar o risco de um ativo por meio da incorporação de mais de um fator econômico com poder explicativo. Em outras palavras, o APT procura identificar os diversos fatores que mantém uma relação de dependência linear com os retornos de uma ação. Matematicamente, pode-se representar este modelo da seguinte forma:

$$\widetilde{r}_{i} = E_{i} + b_{i1}\widetilde{\delta}_{1} + \dots + b_{ik}\widetilde{\delta}_{k} + \widetilde{\varepsilon}_{i}$$
(5)

Onde: \tilde{r}_i a taxa de retorno do ativo i;

 E_i retorno esperado do ativo i;

 b_{ik} sensitividade dos retornos do ativo i ao fator k;

 $\tilde{\delta}_{i}$ o fator comum ao retorno de todos os ativos considerados:

 $\widetilde{\mathcal{E}}_i$ termo errático para o ativo i.

Roll e Ross (1980) discutem alguns aspectos relevantes do APT, comparandoo com o CAPM, e efetuam alguns testes empíricos onde verificam sua validade
como modelo de precificação de ativos. Chen, Roll e Ross (1986) promovem
testes adicionais do APT e sugerem que as seguintes variáveis afetam o
comportamento do retorno de ações, a saber: o *spread*² entre taxas de juros de
captação e empréstimo; inflação esperada e inesperada; produção industrial; e,
o *spread* entre dívidas de alta e baixa avaliação. Os autores também testaram
o impacto do preço do petróleo, porém eles não foram capazes de encontrar
qualquer relação deste fator com o comportamento das ações analisadas.

2.2.2. O β como Parâmetro de Risco

Voltando às particularidades do CAPM, a utilização de β como parâmetro do risco subjacente aos ativos negociados foi uma das principais contribuições

_

² Spread: definição geral -"diferença entre dois preços". Traduzido de Rosenberg, J.M. Dictionary of Investing. USA: Jon Wiley & Sons, Inc., 1993.

deste modelo de precificação. O valor obtido deste índice é de fundamental importância, pois aponta o valor do prêmio atrelado ao custo do capital.

No entanto, alguns acadêmicos apresentam ressalvas quanto a esta afirmação. Fama e French (1992), após profunda análise do mercado norte americano, apontaram que o β não apresenta uma relação linear positiva com os retornos. Esta constatação foi intensamente contestada por Black (1993), apontando para a possibilidade de Fama e French (1992) terem interpretado erroneamente seus resultados. Estudos adicionais realizados por Chan e Lakonishok (1993) apontaram que, apesar das controvérsias e de resultados negativos em alguns testes, não se pode afirmar com exatidão se o modelo CAPM está ou não obsoleto.

Haugen (1995) aborda a polêmica criada em torno do β . O autor comenta e propõe alguns pontos a serem revistos no futuro, pois, segundo o autor, o mercado não se comporta de maneira eficiente, gerando a necessidade de se reformular a maior parte das teorias em voga nos dias atuais.

2.3. Técnicas de Avaliação de Ativos e Empresas

2.3.1. Principais Usos

Estimar o valor de ativos tem sido uma grande preocupação de estudiosos de finanças nas últimas décadas. Avaliação possui um enorme alcance, pois é utilizada por diversos campos dentro da área financeira, onde pode-se destacar a análise de carteiras de investimento, finanças corporativas e fusões e aquisições, conforme destaca Damodaran (1997).

A análise de carteiras procura utilizar as metodologias de avaliação para definir o real valor de ativos financeiros, de modo a identificar oportunidades de ganho das operações financeiras. Existem vários modelos matemáticos e gráficos que são utilizados para tentar identificar o maior número de fatores que compõem o preço dos ativos. A possibilidade de ganho está em identificar um ativo cujo preço encontra-se abaixo do seu justo valor.

As finanças corporativas utilizam-se dos instrumentos de avaliação para quantificar e classificar suas oportunidades de investimento. As técnicas também permitem identificar o valor dos retornos dos investimentos feitos anteriormente. A correta identificação do retorno dos investimentos passados e futuros pode garantir um crescimento do valor econômico da empresa à longoprazo e a sua conseqüente sobrevivência no mercado competitivo.

Finalmente, os modelos de avaliação de empresas são utilizados para a elaboração dos processos de Fusão e Aquisição. De uma forma bastante simplificada, um processo de fusão ou aquisição pode ser comparado a um projeto de investimento qualquer de uma empresa. Ao estimar o valor da empresa-alvo, procura-se identificar os possíveis retornos futuros que os acionistas da empresa compradora terão por efetuarem esta operação.

2.3.2. Metodologias de Avaliação

De acordo com Damodaran (1997, p. 11), existem basicamente três grupos de métodos de avaliação. São eles:

- avaliação relativa;
- avaliação de direitos contingentes;
- avaliação por fluxo de caixa descontado.

2.3.2.1. Avaliação Relativa

A avaliação relativa tem por base trabalhar com índices comparáveis, padronizados por variáveis em comum. De uma maneira bastante simplificada, pode-se exemplificar esta abordagem por meio de comparações feitas a partir de índices preço / lucro, onde se compara a performance de uma empresa-alvo versus a média do setor. Pode-se comparar, também, com outras operações similares.

Existe uma série de indicadores consagrados que servem de base para uma comparação efetiva. Todavia, é possível criar indicadores específicos para

cada mercado, de forma a refletir as diferenças tanto no tipo de operação quanto no ciclo de negócio.

A comparação de múltiplos de mercado e / ou múltiplos de operações comparáveis é muito utilizada como balizador nas operações de avaliação, como pode-se notar nos exemplos levantados por Wasserstein (2000). Estas duas técnicas são um subproduto da avaliação relativa, as quais oferecem um meio rápido de comparar tanto operações já efetuadas, quanto à situação de empresas em um ambiente concorrencial.

2.3.2.2. Avaliação por Direitos Contingentes

A avaliação por direitos contingentes refere-se especificamente à precificação de ativos cujo valor depende de algum fator contingente. Esta abordagem aplica-se a certos ativos financeiros que possuem características muito particulares como, por exemplo, opções ou outros derivativos similares. Modelos matemáticos são utilizados para precificar estes ativos e, dentre eles, um dos mais difundidos é o de *Black e Scholes*³.

2.3.2.3. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação por fluxo de caixa descontado, FCD, tem por base a regra do valor presente, onde o que se procura identificar é o valor presente dos fluxos financeiros da empresa, segundo aponta Brealey e Myers (1996). O ponto essencial nesta metodologia é a determinação de quais componentes do fluxo geram valor ao ativo.

O desenvolvimento da metodologia do FCD tem por origem os trabalhos de Stern (1974), segundo o qual os investidores não olham apenas para o valor presente dos lucros futuros como forma de medir o valor de um negócio. O autor aponta que os investidores estão mais preocupados com o valor presente do fluxo de lucros futuros líquido dos investimentos necessários para manter as taxas de crescimento futuras, ou seja, seu fluxo de caixa livre (FCL). Esta

³ Modelo de precificação de opções desenvolvido e apresentado por Fischer Black e Myron Scholes em seu artigo *The Pricing of Options and Corporate Liabilitites* publicado em 1973.

colocação pode ser considerada um dos primeiros passos em relação ao desenvolvimento da técnica do FCD.

Neste trabalho, Stern identificou as 6 variáveis fundamentais que, para ele, afetam diretamente o FCL, a saber:

- o lucro operacional após os impostos (Net Operating Profit After Tax, -NOPAT);
- a expectativa de novos investimentos de capital (I);
- o custo de capital ligado ao risco do negócio (Taxa de Desconto, c);
- o ganho de impostos pelas despesas de juros (tD);
- a taxa de retorno após os impostos esperada nas novas oportunidades de investimento (r);
- o tempo que o mercado acredita que a administração pode gerar taxas de retorno maior do que sua taxa de risco (vida útil do projeto, T).

Ao apontar estas 6 variáveis, o autor procurou focar a análise nos componentes que realmente afetam o valor de um ativo, ressaltando que não basta apenas identificar um fluxo financeiro determinado para ser descontado. Para ele, é fundamental que se contemple não apenas os retornos obtidos, mas também é necessário apontar os custos escondidos que afetam o valor.

Existe uma série de fatores que devem ser levados em consideração ao adotar-se esta abordagem como, por exemplo, qual será a vida útil do projeto que será desenvolvido, qual será a taxa de desconto, quais serão as premissas operacionais que serão utilizadas.

2.3.2.3.1. Elaboração do Fluxo de Caixa

Na análise de viabilidade de um projeto de investimento, é preciso que se prepare um fluxo de caixa com os valores esperados que serão gerados pelo projeto em estudo. Procura-se mostrar todos os efeitos mercadológicos oriundos da implementação deste projeto para que se possa, então, calcular qual é o impacto financeiro total envolvido. Cabe ao avaliador, identificar

corretamente todos os direcionadores de valor da empresa para refletir corretamente o potencial e os riscos da mesma.

Para que o fluxo de caixa represente fielmente a situação futura da empresa, tem que se efetuar uma série de projeções de receita e dos custos variáveis e fixos, bem como o impacto de impostos e de itens que não geram impacto no caixa da empresa (como depreciação e amortização), conforme apontam Copeland, Koller e Murrin (1996), Damodaran (1997) e Rappaport (1998). Estas projeções têm que ser feitas com muito cuidado, pois deverão levar em consideração quais serão as possíveis reações do mercado às políticas da empresa. Adicionalmente, Copeland, Koller e Murrin (1996) e Damodaran (1997) apontam para a necessidade de se definir qual será a vida útil do projeto na análise. Esta definição deverá estar baseada nos ciclos de vida tecnológicos presentes no mercado.

2.3.2.3.2 Taxas de Desconto – Custo Médio Ponderado de Capital

Uma vez preparado todo o fluxo de caixa, é preciso analisar o valor presente dos fluxos. Para tal, é necessário que se utilize uma taxa de desconto para que se encontre o valor esperado deste projeto para os acionistas que, segundo Rappaport (1998), deve ser uma média ponderada do custo de capital próprio e custo da dívida de uma empresa.

O custo de capital de uma empresa representa o valor mínimo que a empresa espera receber como retorno de qualquer investimento que ela faça. Esta taxa de desconto está intimamente ligada à percepção de risco que a empresa tem de cada projeto. Desta forma, deve-se considerar três pontos para efetuar o cálculo do custo de capital: o risco percebido do projeto pode ser diferente do risco atual dos ativos da empresa; o custo de capital deverá apenas refletir o risco mercadológico do projeto, isto é, seu beta (β) ; e, finalmente, deve-se somente considerar o risco inerente ao fluxo de caixa do projeto e não o risco embutido nos instrumentos financeiros utilizados para financiar o projeto.

O modelo geralmente utilizado é o *Capital Asset Price Model* (CAPM) que fornece os dados para se calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) que pondera os custos individuais de cada componente de

financiamento e pode ser demonstrado pela equação apresentada por Damodaran (1997, p. 77):

$$CMePC = k_e \left(\frac{E}{(E+D+PS)} \right) + k_d \left(\frac{D}{(E+D+PS)} \right) + k_{ps} \left(\frac{PS}{(E+D+PS)} \right)$$
 (6)

Onde: CMePC custo médio ponderado de capital;

 k_e custo do patrimônio líquido; k_d custo das dívidas após impostos; k_{ps} custo das ações preferenciais;

E/(E+D+PS) proporção de patrimônio líquido no total de financiamento;

D/(E+D+PS) proporção de dívida no total de financiamento;

PS/(E+D+PS) proporção de ações preferenciais no total de financiamento.

Pratt (2000) apresenta os principais erros cometidos ao se definir a taxa de desconto, a saber: (i) confundir a taxa de desconto com a taxa de capitalização, (ii) não adaptar a taxa da empresa ao risco específico de projetos sob análise, (iii) confundir taxas históricas com taxas de desconto esperadas, e (iv) não adequar a taxa de desconto ao tipo de projeção financeira utilizada.

2.3.2.3.3 Limitações do Fluxo de Caixa Descontado

Apesar de ser uma metodologia bastante aceita nos meios acadêmicos e vastamente utilizada no mercado, o FCD não está isento de falhas. Uma das principais deficiências apontadas da técnica de FCD é o fato do modelo ser muito estático, isto é, utiliza-se uma fotografia do passado para se estimar o desempenho futuro de um ativo. Esta característica do modelo pode gerar um viés nos resultados já que o futuro poderá não se comportar necessariamente como o passado.

Vários estudos acadêmicos identificaram alguns aspectos metodológicos que podem limitar a aplicação e eficácia do FCD. Damodaran (1997, 2000) apontou as situações particulares nas quais o FCD se mostra mais vulnerável. São elas:

- análise com empresas insolventes;
- análise com empresas em mercados cíclicos;
- análise com empresas que possuem ativos não-utilizados;
- análise com empresas novas sem lucros, sem histórico de dados e sem possibilidade de comparações; e,
- análise com empresas com opções de produtos / patentes.

Outra deficiência foi apontada por Luehrman (1997a). O autor sugere que o FCD não consegue incorporar nos seus cálculos a possível flexibilidade financeira que poderia ser utilizada. Para eliminar esta deficiência, ele apresenta uma nova abordagem de cálculo de valor, o Valor Presente Ajustado (APV). Segundo esta abordagem, o cálculo do valor do ativo é feito em separado ao cálculo das flexibilidades financeiras que ele incorpora. Estas são analisadas com taxas de desconto específicas ao risco das operações e somadas posteriormente ao valor do fluxo base do ativo.

Trigeorgis (1993), Kulatilaka (1993), Smit e Ankun (1993), entre outros, não somente postularam que o FCD é incapaz de capturar as flexibilidades operacionais e administrativas, mas também foram os responsáveis pela utilização da teoria de opções na valorização de projetos de investimento.

2.4. Ativos Intangíveis: Definição e Tipologia

Com a crescente sofisticação dos mercados e das empresas, observa-se um fenômeno onde grande parte do valor atribuível a uma entidade provém de parcelas intangíveis do seu negócio.

Segundo Reilly (1996), existem diversos componentes de um negócio que podem ser qualificados como ativos intangíveis, porém, para que estes possam ser avaliados econômica e financeiramente, eles devem ter algumas características, a saber:

- devem permitir uma fácil identificação e descrição;
- devem estar sujeitos a existência e proteção legal;
- devem ser submetidos ao direito de propriedade individual e esta deve poder ser legalmente transferível;
- deve existir uma evidência tangível de sua existência (ex: contrato ou registro);
- devem ter sido criados em uma data ou como resultado de um evento identificável;
- devem ser passivos de destruição ou terminação em uma data ou como resultado de um evento identificável.

O autor ainda aponta mais dois fatores fundamentais para que um ativo intangível possa ser objeto de uma avaliação econômica-financeira:

- devem produzir alguma quantidade mensurável de benefício econômico ao detentor de seus direitos; seja através de um incremento nas receitas ou de um decréscimo nos custos;
- devem aumentar o valor de outros ativos aos quais estão associados.

Como pode ser observado, um ativo intangível só pode existir caso ele tenha atrelado a si uma série de direitos legais que atestam a sua existência formal. Existe, ainda, a necessidade de se ter associado a esta figura uma capacidade de geração de renda para que ela possa ter o seu valor quantificado.

Uma possível forma de se descrever ativos intangíveis é através da categorização proposta por Reilly (1996). Apesar da lista de possíveis ativos intangíveis ser muito extensa, pode-se observar que eles se agrupam em algumas categorias mais facilmente identificadas, sendo elas relacionadas com:

- a tecnologia (ex., desenhos e esquemas de engenharia);
- o cliente (ex., listas de clientes);
- os contratos (ex., contratos de fornecimento vantajosos);
- o processamento de dados (ex., softwares);
- o capital humano (ex., força de trabalho treinada e capacitada);
- o marketing (ex., marcas e símbolos registrados);
- a localização (ex., direitos sob locais geográficos valiosos);
- o "goodwill" (ex., valor da continuidade do negócio).

Reilly (1996) também afirma que existe um outro tipo específico de ativo intangível, denominado capital/propriedade intelectual, que recebe um tratamento diferenciado dos órgãos reguladores. A diferença básica é que este tipo de ativo é fruto de um processo criativo que pode ser atribuível a um sujeito específico. Existem duas categorias específicas:

- criativo (ex., direitos autorais); e,
- inovação (ex., patentes).

Sveiby (1997), na descrição do conceito de organização baseada no conhecimento, apresenta uma taxonomia para ativos intangíveis onde ele identifica três grupos distintos: Estrutura Externa, Estrutura Interna e Competência dos Funcionários.

Para o autor, a Estrutura Externa é composta principalmente pela marca, e relação com clientes e fornecedores. O valor destes ativos está na capacidade da empresa em desenvolver relacionamentos fortes, apesar destes serem uma fonte de incerteza, pois variam ao longo do tempo. Já a Estrutura Interna é composta por patentes, modelos, sistemas administrativos, entre outros. Estes ativos são desenvolvidos pelas pessoas e se tornam propriedades da empresa. E, por fim, a Competência dos Funcionários que mede a capacidade dos mesmos em gerar desempenhos de qualidade nas mais diversas situações.

Sveiby (1997) ainda preconiza que estes "ativos invisíveis", como ele também denomina os ativos intangíveis, somado aos ativos visíveis, compõe o valor total de mercado de uma empresa conforme evidencia o Quadro 1, a seguir:

Quadro 1: Valor da Empresa e Taxonomia dos Intangíveis

Ativos Vistvois	Ativos Intangíveis (preço premium da ação)					
Ativos Visíveis (valor contábil) Ativos tangíveis menos dívida visível.	Estrutura Externa marcas; relacionamento com clientes; relacionamento com fornecedores.	 Organização; Administração; estrutura jurídica; sistemas manuais; atitudes; pesquisa e desenvolvimento; software. 	Competência dos Funcionários • educação; • experiência.			

Fonte: Sveiby (1999: 12), adaptado.

Boulton, Libert e Samek (2000), por meio de uma extensa pesquisa, apresentam uma taxonomia na qual foram identificadas as possíveis dimensões que geram valor nas empresas mais bem sucedidas, no final do século 20. Segundo os autores, as empresas produzem valor ao maximizar os benefícios gerados pelos ativos presentes em uma das 5 seguintes dimensões, visualizado na Figura 1:



Figura 1: Modelo de Dinâmica de Valor – Ativos mais Significativos Fonte: Boulton, Libert e Samek (2000), adaptado.

As dimensões Físico e Financeiro agrupam ativos tangíveis, enquanto as demais - Funcionários / Fornecedores, Clientes e Organização - correspondem às categorias que representam os ativos intangíveis empregados pelas empresas.

Barbosa e Gomes (2002), ao analisar o impacto que os ativos intangíveis exercem em um grupo de três empresas, propõem a seguinte classificação: (i) Conhecimento dos Funcionários; (ii) Processos Facilitadores de Conhecimento; (iii) Relacionamento com Agentes do Mercado; e, (iv) Capacitação em Pesquisa e Desenvolvimento.

Kayo (2002) apresenta uma proposta de classificação semelhante à de Barbosa e Gomes (2002), na qual agrupa os ativos intangíveis em quatro segmentos: Ativos Humanos (conhecimento, talento dos empregados e administradores etc.); Ativos de Inovação (pesquisa e desenvolvimento, patentes, fórmulas etc.); Ativos Estruturais (processos, softwares proprietários, banco de dados etc.); e, Ativos de Relacionamento (marcas, logos, direitos autorais etc.).

Independente da categorização adotada, percebe-se que existe uma grande quantidade de ativos intangíveis que de algum modo influenciam a performance de empresas. O ativo intangível - marca - está presente nas propostas de todos os autores, fruto de sua relevância na construção de valor nas empresas.

2.5. Marcas: Conceitos e Definições

Subjacentes às relações entre empresas e mercados consumidores, estão os produtos / serviços que as primeiras procuram oferecer, em troca de uma remuneração financeira. Desta forma, as empresas desenvolvem primeiramente a sua oferta de mercado, seja um produto ou serviço, dandolhes atributos específicos. Estes atributos podem ser tanto tangíveis (tamanho, forma, cor, performance etc.) quanto intangíveis (status, simpatia etc.).

O consumidor, por sua vez, é influenciado por esta série de fatores em seu processo de compra. Ele recebe os vários sinais externos que o motivam a adotar uma determinada estratégia de compra. Fatores adicionais como

cultura, classe social, grau de escolaridade, grupos de referência, entre outros, também afetam o que ele irá adquirir e de que forma isto irá ocorrer.

Dentre os diversos qualificadores de produtos / serviços, uma das principais características que fomenta o seu consumo está diretamente relacionada com a existência, ou não, de uma marca.

Conceitualmente, segundo Kotler e Armstrong (1998), uma marca é:

[...] um nome, termo, signo, símbolo ou design, ou uma combinação desses elementos, para identificar os produtos ou serviços de um vendedor ou grupo de vendedores e diferenciá-los dos de seus concorrentes. (KOTLER e ARMSTRONG, 1998, p.195)

Percebe-se, então, que o conceito de uma marca é amplo, englobando diversas características próprias de um produto / serviço, sendo que o conceito de diferenciação fica bastante evidenciado em ambas as definições. Em um mercado competitivo, onde existem muitas empresas com ofertas parecidas, a marca passa a ser um dos principais fatores de diferenciação, podendo ser a grande responsável pelo sucesso de um produto / serviço no mercado consumidor.

Adicionalmente, é importante notar que o conceito de marca traz consigo um caráter de intangibilidade, pois apesar das definições anteriores estarem focadas nos aspectos tangíveis, estas mesmas características apontadas adicionam valor a um produto, mas estão fisicamente dissociadas dele. É verdade que podemos vê-las através dos símbolos e referências gráficas, porém elas não têm vida própria quando separadas do produto / serviço a quem elas se referem.

Ampliando o conceito de marca, Kapferer (1991) explica que uma marca floresce na memória, isto é, no acumulo de mensagens que os consumidores guardam a respeito do produto / serviço. Desta forma, a marca estabelece um relacionamento que conduz este produto ao longo do tempo dando-lhe sentido e significado, além de estabelecer um contrato tácito entre consumidor e empresa.

2.5.1. Valor de Marca: Conceitos e Modelos de Avaliação e Mensuração

Nunes e Haigh (2003) apresentam alguns dados que indicam que empresas com marcas fortes obtiveram performance no mercado acionário superior ao resultado obtido pelas empresas sem marcas fortes e pela média do mercado, medido pelo índice de performance no mercado acionário norte-americano S&P500. Segundo o gráfico apresentado pelos autores, esta performance superior tem sido ainda mais significativa a partir do início dos anos noventa.

Por que tantos recursos são investidos na criação, desenvolvimento e manutenção de uma marca?

A resposta é simples, uma vez que se conhece o benefício gerado por esta marca tanto para a empresa que a possui, quanto para o consumidor que irá comprá-la. Para a empresa, a marca pode ser o grande fator de diferenciação dos seus produtos / serviços quando comparados com as demais ofertas do mercado. Já para o consumidor, a marca pode significar a legitimação de um desejo interior.

Neste contexto, valor de marca é o quanto uma marca, de produto / serviço, representa para os negócios de uma empresa. Este valor pode ser mensurado de forma subjetiva, por meio de opiniões de administradores e consumidores, bem com podem ser auferidos de maneira mais objetiva através de pesquisas qualitativas e/ou quantitativas. Independentemente da forma, a mensuração deste valor pode servir de suporte aos planos estratégicos e competitivos da empresa, além de permitir análises quantitativas mais apuradas, com foco econômico-financeiro.

A importância do conceito de valor de marca reside na maneira como este influencia a performance de uma empresa no mercado. Segundo Churchill e Peter (2000), um valor positivo de marca permite à empresa incrementar seus negócios através de programas de marketing mais eficientes, preços e margens mais elevadas além de oferecer a possibilidade de extensão de marcas, entre outros. Em contrapartida, um valor negativo de marca irá prejudicar o desempenho da empresa. Conclui-se, então, que a análise do valor de marca pode ser muito útil no estabelecimento de estratégias de mercado das empresas.

Vários estudos sobre valor de marca foram desenvolvidos, ao longo da última década, com o foco na determinação das origens deste valor, como os trabalhos de Kapferer (1991), Biel (1992), Keller (1993) Aaker (1996) e Aaker (apud CHURCHILL e PETER, 2000). Outros estudos foram apresentados onde a contribuição dos autores foi na proposta de modelos de mensuração deste valor como em Murphy (1990), Keller (1993), Perrier e Trevillion (1999), Keller, Marshall e Na (1999) e Keller (2000). Em seguida, serão destacados os principais pontos de cada um destes estudos.

2.5.1.1. Fatores que Geram Valor de Marca

Aaker (apud CHURCHILL e PETER, 2000) identifica e apresenta os cinco elementos que geram valor a uma marca e como estes mesmos elementosv proporcionam valor para a empresa e seus consumidores. A Figura 2 abaixo mostra uma representação gráfica desta interação.



Figura 2: Elementos de Valor de uma Marca Fonte: Aaker (apud CHURCHILL e PETER, 2000) pg. 251.

Os elementos destacados - lealdade à marca, consciência do nome, qualidade percebida, associações da marca e outros ativos da marca – caracterizam a marca e sua força perante o mercado competitivo. A somatória destes elementos gera valor para o cliente e para a empresa, conforme pode ser observado nas duas caixas na parte inferior da Figura 2.

Em outro estudo, Kapferer (1991) aponta que as marcas possuem uma identidade, isto é, uma coleção de características que as definem – um código interno como um DNA. Segundo o autor, para que esta análise seja correta e verdadeira, a suposta identidade da marca deve responder a três exigências básicas: (i) ter um sentido de permanência, longevidade; (ii) ter coerência nos sinais que transmite; e, (iii) apresentar um realismo. Para investigar esta identidade, o autor desenvolveu uma representação gráfica, denominada Prisma de Identidade da Marca.

O Prisma de Identidade da Marca, conforme se observa na Figura 3 a seguir, apresenta as 6 dimensões pelas quais uma marca adquire sua identidade. Para o autor, toda marca possui características objetivas (FÍSICO) e subjetivas (PERSONALIDADE); ela se desenvolve em um contexto (CULTURA) que lhe dá substância e força na sua convivência com os consumidores (RELAÇÃO). Ademais, as marcas são percebidas de uma forma particular pelos consumidores (REFLEXO), gerando neles sentimentos internos específicos (MENTALIZAÇÃO). É o efeito conjunto destas 6 dimensões que define exatamente qual a identidade da marca.

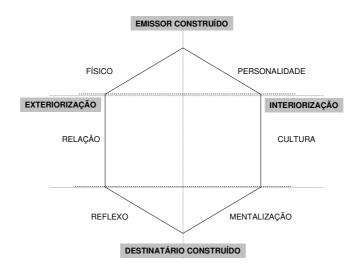


Figura 3: Prisma de Identidade da Marca Fonte: Kapferer (1991, p. 38).

Biel (1992) aponta que o valor de uma marca é fruto do efeito composto dos fatores de imagem da marca, que afetam a maneira pela qual o consumidor irá "experimentar" este produto / serviço, e dos fatores extra-imagem, que estão mais relacionados com os aspectos financeiros e competitivos que cercam os mesmos. Os fatores de imagem são provenientes de três grandes fontes:

- (i) a imagem do produtor;
- (ii) a imagem do produto; e,
- (iii) a imagem do usuário.

Da inter-relação destas três grandes forças é que a marca adquire parte do que é considerado valor da marca. Fica claro que o autor faz distinção entre os fatores objetivos e os subjetivos na determinação do valor total da marca, porém ele coloca uma maior ênfase nos aspectos ligados à imagem (subjetivos).

Keller (1993) explicita que valor da marca refere-se aos resultados obtidos pelos esforços de *marketing* que são atribuíveis, exclusivamente, a uma marca. Ademais, ele reforça que, sob o ponto de vista do consumidor, o que define realmente este valor é o seu Conhecimento da Marca (*Brand Knowledge*), composto por duas dimensões, a saber:

- (i) reconhecimento da Marca; e,
- (ii) imagem da Marca.

Cada uma destas dimensões possui subdivisões que complementam e explicam as características e maneiras pelas quais as marcas afetam a relação com os consumidores.

Nunes e Haigh (2003) indicam que as marcas podem apresentar evolução na maneira como se relacionam com os consumidores. Para os autores esta evolução está no centro de do que chamam de gerenciamento de marcas, ou seja, uma gestão pró-ativa da alta administração em criar valor para a empresa por meio da criação de relacionamentos mais fortes e duradouros entre suas marcas e os consumidores.

A evolução da relação da marca, apresentada por Nunes e Haigh (2003), está representada na Figura 4 a seguir:

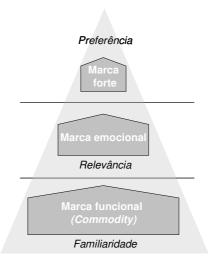


Figura 4: Evolução da Relação da Marca com o Consumidor Fonte: Nunes e Haigh (2003, p. 90), adaptado.

2.5.1.2. Modelos de Mensuração do Valor de Marca

Estudos mais recentes têm procurado atrelar à identificação dos atributos que geram valor a uma marca algum tipo de técnica de mensuração. O objetivo é o de se medir, quantitativamente, o grau do valor que a marca possui e como

esta informação pode ser utilizada para auxiliar na administração dos negócios de uma empresa.

Keller, Marshall e Na (1999) apresentam um modelo multivariado fatorial que procura medir o que o autor chama de Poder da Marca. Como base, ele utiliza sua abordagem anterior em Keller (1993), onde o foco central está na imagem da marca e no seu reconhecimento pelo consumidor. O trabalho demonstrou as dificuldades de se medir quantitativamente estes fatores, porém serve de ponto de partida para outros estudos.

Em um outro trabalho, Keller (2000) apresenta um estudo que identifica fatores que definem a qualidade de uma marca. Para o autor, existem 10 características fundamentais compartilhadas pelas marcas mais bem sucedidas no mercado global. Estas podem ser medidas com uma escala simples de 1 a 10, dando uma visão mais clara e completa da competitividade de uma marca em relação aos demais concorrentes de mercado. A medição da performance da marca nestes fatores é fundamental para permitir a administração estratégica do composto de marketing. Estas 10 características, descritas no Quadro 2 abaixo, são:

Quadro 2: Principais Características Presentes nas Marcas Bem-Sucedidas

A marca é capaz de entregar os benefícios realmente desejados 1.

pelos consumidores.

2. A marca permanece relevante.

A estratégia de preço está baseada na percepção do valor da 3.

marca pelos consumidores.

4. A marca está corretamente posicionada.

5. A marca é consistente.

6. O portfolio da marca e a sua hierarquia fazem sentido.

7. A marca utiliza e coordena um completo repertório de atividades

de *marketing* para criar valor.

Os administradores da marca compreendem o que a marca 8.

significa para seu consumidor.

9. A marca recebe o suporte necessário, que é sustentado no longo

prazo.

10. A companhia monitora fontes de valor da marca.

Fonte: Keller (2000), adaptado.

Neste painel, os administradores seriam responsáveis por levantar as

informações necessárias, identificando o impacto dos fatores qualitativos e

quantitativos relacionados com suas marcas. Uma vez preenchida, segundo os

parâmetros definidos a priori, a ferramenta automaticamente calcularia o valor

da marca. O foco da análise indica que a melhor forma de visualização do

resultado é através de um índice, que permite comparações entre diferentes

marcas.

33

2.5.1.3. Importância da Marca no Valor de Empresas: Estudos Empíricos

Diversos estudos foram elaborados, nos últimos anos, para verificar e confirmar a importância das marcas no valor das empresas. Adicionalmente, os estudos procuraram identificar alguns fatores-chave na criação deste valor.

Chauvin e Hirschey (1993) apresentam pesquisa empírica que evidencia a influência de gastos de *marketing* e de pesquisa e desenvolvimento no valor de mercado de empresas. Os resultados demonstram que estes dois tipos de gastos geram valor adicional para as empresas, porém os impactos diferem com relação ao tamanho das empresas (empresas maiores apresentam maiores benefícios em relação aos investimentos) e mercado de atuação.

Court et al (1996) apresenta os resultados de extensa pesquisa, na qual ficou evidenciada a importância das marcas no processo de compra dos clientes, bem como uma correlação positiva entre a importância da marca e a capacidade da empresa em manter preços *premium* em relação aos demais competidores. A Figura 5 abaixo mostra este efeito.

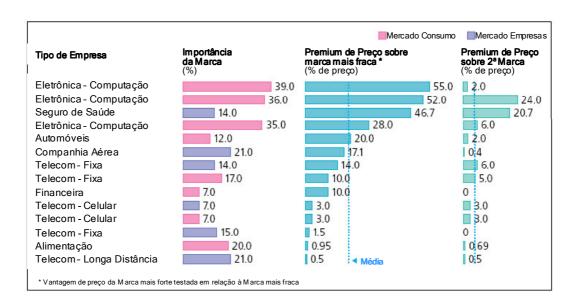


Figura 5: Importância da Marca e sua Influência no Preço de Venda Fonte: Court et al. (1996), adaptado

Barth et al (1998) analisam se o valor da marca reflete informações confiáveis para serem incorporadas aos retornos e preços de mercado. Segundo os

autores, o teste estatístico comprovou que o valor das marcas tem correlação com o retorno de mercado e preço das ações. Adicionalmente, eles identificaram que os indicadores - participação de mercado, margem operacional da marca e gastos de publicidade - têm forte influência nos resultados.

2.6. Avaliação Econômico-Financeira de Marcas: Legislação, Usos e Ferramentas

2.6.1. Legislação Contábil

O intuito básico de se criar regras para a inclusão do valor de marcas, nos relatórios financeiros, é o caráter único deste tipo de ativo intangível e as implicações que diferentes tipos de técnicas de amortização podem ter nos resultados contábeis das empresas.

Quanto à abordagem contábil, Perrier e Trevillion (1999) apontam que em apenas quatro países, os órgãos legisladores fixaram determinações para a viabilização do reconhecimento de marcas nos balanços. São eles: Reino Unido, França, Austrália e Nova Zelândia. Podem ser destacadas as seguintes determinações: FRS 10 (*Financial Reporting Standard 10 "Goodwill and Intangible Assets"*) de dezembro de 1997 e o IAS 38 (*International Accounting Standards Committee "Intangible Assets"*) de setembro de 1998.

A primeira grande questão abordada refere-se à vida útil das marcas, que pelo o FRS 10 podem ser tanto finitas quanto infinitas, gerando diferenças nas técnicas de amortização e efeitos tributários. O segundo aspecto necessário é a constante reavaliação do valor das marcas para que os balanços possam refletir com exatidão a real situação das empresas.

Porém, apesar da existência de normas mais claras, são poucas as empresas que aproveitam este mecanismo contábil.

Perrier e Trevillion (1999) colocam que o futuro da contabilidade necessita passar por uma reavaliação do atual balanço, dado que esta ferramenta não é capaz de refletir corretamente uma grande parcela do valor das empresas.

Para os autores, o capital intelectual de uma empresa (marcas, patentes, direitos, banco de dados, redes de distribuição, equipe gerencial etc.) necessita de um relatório à parte que possa evidenciar estes componentes de valor.

2.6.2. Técnicas de avaliação de ativos intangíveis

Perrier e Trevillion (1999) definem o valor de uma marca como sendo determinado pelo:

[...] valor econômico de todos os direitos intelectuais proprietários capturados pela marca, em outras palavras, pela marca registrada, logotipia, embalagem, receita e formulação ou mix de matérias primas. (PERRIER e TREVILLION, 1999, p. 30, tradução nossa)

Ao se elaborar uma avaliação de marca, pode-se tomar dois diferentes caminhos: avaliar o valor atual de uso ou o valor de mercado. A primeira abordagem é um pouco mais abrangente, permitindo o seu uso em diferentes tipos de análise, enquanto que a segunda é mais específica aos processos de venda. Os autores também apresentam três abordagens, sugeridas pela empresa de consultoria Arthur Andersen, que podem ser utilizadas para avaliar uma marca: (i) cost-based; (ii) market-based; e, (iii) economic-based.

Kapferer (1991) apresenta algumas abordagens para se mensurar o valor de uma marca, sendo que especial atenção foi dada à capitalização dos fluxos de caixa de uma marca.

Reilly (1996), em seu trabalho sobre avaliação de ativos intangíveis, apresenta uma categorização muito parecida com estas três abordagens possíveis, onde os modelos são baseados: (i) no custo; (ii) no mercado; e, (iii) em modelos de renda.

Os modelos baseados no custo procuram medir os custos de reposição, reprodução, criação e / ou recriação. Esta abordagem é muito complexa para permitir um cálculo correto do valor de uma marca, pois implica no levantamento de todas as despesas ligadas à criação de uma marca, despesas estas muitas vezes não contabilizadas e de difícil mensuração.

Os modelos baseados no mercado utilizam múltiplos comparáveis de mercado. Neste caso, a grande barreira é o pequeno número de dados disponíveis que permitiriam uma análise correta do valor de uma marca.

Por fim, conforme afirmam Perrier e Trevillion (1999), a melhor abordagem é a dos modelos baseados na renda ou *economic-based valuation*. Estes partem do princípio de que serão estimados os fluxos de caixa atribuíveis à marca e será feita a capitalização destes fluxos à uma taxa de oportunidade, que espelhe o retorno esperado e o risco inerente. Para os autores, o principal método de capitalização é o FCD, sendo hoje o método mais bem aceito do ponto de vista teórico e metodológico. A geração dos fluxos pode ser feita através do método de "*royalty-relief*", ou da contribuição da marca medida através de um preço *premium* ou de lucros *premium*. Kapferer (1991)

2.6.3. Metodologias de avaliação de Marcas

Pode-se destacar duas metodologias desenvolvidas para o cálculo do valor de Marcas: Metodologia Interbrand e Metodologia Brand-Finance, ambas aplicadas por empresas de consultoria de gestão de Marcas com o mesmo nome. Estas metodologias têm sido utilizadas em diversos estudos acadêmicos que procuram identificar a relação do valor de marcas com o valor das empresas.

De forma resumida, tais metodologias partem da determinação do Valor Econômico Adicionado (*Economic Value Added* – EVA) da empresa para então identificar a parcela deste valor gerado pela marca. Ambas metodologias, também, partem da premissa que marcas possuem características de risco próprias e, por isto, demandam a utilização de taxas de desconto específicas.

2.6.3.1. Metodologia Interbrand

Murphy (1990) e Perrier e Trevillion (1999) descrevem uma das etapas da Metodologia Interbrand para a medição do valor da marca. Esta etapa, segundo os autores, visa analisar a Força da Marca, por meio da análise de 7 fatores que afetam a qualidade de uma marca e a sua sustentabilidade ao

longo do tempo. Para cada fator existe um peso correspondente, sendo que a somatória total é igual a 100. A Tabela 2 abaixo apresenta os fatores e seus respectivos pesos, a saber:

Tabela 2: Fatores de Força de uma Marca

Fatores de Força	Pontuação
Liderança	25
Estabilidade	15
Mercado	10
Internacionalidade	25
Tendência	10
Suporte	10
Proteção	5

Fonte: Perrier e Trevillion (1999), adaptado.

O resultado obtido para o indicador Força da Marca é utilizado a fim de que se defina o grau de risco inerente à marca analisada. Desta forma, este indicador irá ajustar a taxa de desconto a ser utilizada no cálculo de seu valor. O ponto central é que esta metodologia apresenta alguns fatores mais objetivos das marcas, como Proteção (grau de proteção legal existente) e Liderança (sua posição de mercado), que podem ser mais facilmente identificados e mensurados.

Nunes e Haigh (2003) apresentam os outros passos da metodologia de avaliação de marcas aplicada pela Interbrand. Segundo os autores, é determinado o valor econômico adicionado das empresas (EVA). Em seguida, são determinados os direcionadores de valor das marcas para então se separar a parcela correspondente ao seu valor.

2.6.3.2. Metodologia Brand-Finance

Nunes e Haigh (2003) descrevem a metodologia empregada pela consultoria Brand-Finance para o cálculo do valor de marcas. Em primeiro lugar, são determinados os fluxos de caixa da empresa e seu EVA correspondente. Em

seguida, uma análise estatística denominada Análise *Conjoint*⁴ é utilizada para se determinar o que os autores denominam de *Brand Value Added* (BVA), ou seja, um indicador percentual de representatividade da marca no total do EVA. Este BVA permite separar a parcela do valor adicionado da empresa que corresponde à marca.

Esta metodologia também procura identificar o risco atrelado a uma marca, utilizando o que os autores chamam de *BrandBeta*, onde são elencados 10 fatores de risco e obtêm-se uma nota de 0-100 que indica a taxa de desconto a ser utilizada. Os fatores utilizados pelos autores são: tempo de mercado, distribuição, participação de mercado, posição de mercado, taxa de crescimento das vendas, preço *premium*, elasticidade de preço, gastos de *marketing*, *awarness*⁵ da publicidade, *awarness* da marca/lealdade.

2.6.4. Avaliação de Marcas e Risco

Perrier e Trevillion (1999) e Nunes e Haigh (2003), ao apresentarem as metodologias de avaliação de marcas da Interbrand e Brand-Finance, respectivamente, apontam para a necessidade de se medir o risco específico ligado à marca. Para os autores, este ativo intangível contribui na definição do risco de um negócio, portanto é importante mensurar este impacto para que os cálculos de valor reflitam corretamente o risco.

Kayo (2002) sugere que empresas que são intensivas em ativos intangíveis deveriam ter riscos mais elevados que as empresas intensivas em ativos tangíveis. O autor aponta, inclusive, que a acuracidade no cálculo do valor dos ativos intangíveis aumentaria se fossem utilizadas taxas de desconto específicas para cada. Os testes empíricos apresentados em Kayo (2002, 2004), no entanto, não são conclusivos no que diz respeito ao risco em empresas que possuam muitos ativos intangíveis.

⁵ Awareness: termo de marketing utilizado no estudo de marcas que significa "reconhecimento" ou "percepção" por parte dos clientes.

⁴ *Conjoint*: Técnica estatística multivariada utilizada para identificar as preferências de consumidores no que diz respeito à utilidade percebida de produtos e serviços.

2.7. Componentes do Valor da Empresa

Como foi apontada anteriormente, uma empresa obtém seu valor por meio dos ativos que a compõem. Para que se possam analisar estes ativos individualmente, faz-se necessário decompor o valor destas em seus principais componentes.

Stewart (apud KAYO, 2002) aponta que o valor de mercado total de uma empresa é a soma de seus ativos tangíveis e intangíveis, como pode ser observado na Figura 6:

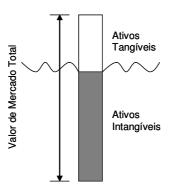


Figura 6: Modelo de Capital Intelectual Fonte: Stewart (apud KAYO, 2002, p. 47)

Sveiby (1997) apresenta uma abordagem similar, ao apontar que o valor da empresa é a somatória dos ativos visíveis – o valor contábil da empresa - e dos ativos invisíveis - estrutura externa, estrutura interna e competência dos funcionários – apresentados no Quadro 1 (página 24) e visualizados graficamente pela Figura 7 a seguir:

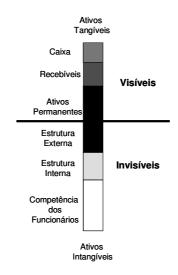


Figura 7: O Balanço Patrimonial de uma Empresa Baseada no Conhecimento

Fonte: Sveiby (1997, p. 11), adaptado

O valor de mercado total de uma empresa, portanto, reflete a percepção que os agentes econômicos tem do valor de todos os seus ativos. Desta forma, podese afirmar que a somatória do valor dos ativos tangíveis e dos ativos intangíveis compõem o valor total de mercado para a empresa, podendo ser expresso em formato matemático pela Equação 7.

$$V_M = V_{TG} + V_{IN} \tag{7}$$

Onde:

 V_{TG} valor dos ativos tangíveis; V_{IN} valor dos ativos intangíveis.

Um critério para se determinar o grau de intangibilidade de uma empresa é pelo seu índice valor de mercado / valor contábil, também conhecido por *Market-to-Book Value* (MB), conforme aponta Kayo (2002). Brealey e Myers (1996, p. 775) apresentam este índice indicando que ele mostra a percepção de mercado em relação ao valor atribuído aos ativos intangíveis, segundo a equação abaixo.

$$MB = \frac{VM}{VC} \tag{8}$$

VM valor de mercado da empresa;

VC valor contábil da empresa ou valor do patrimônio líquido da empresa

Uma forma alternativa de se indicar o valor total de uma empresa foi proposta por Stewart III (1999), ao descrever o conceito de *Market Value Added* (MVA). Para o autor, o valor de uma empresa é composto pela somatória do capital investido acrescido do MVA. Neste caso, o capital investido representa os ativos tangíveis da empresa, enquanto que o MVA se torna uma *proxy* para o valor gerado pelos ativos intangíveis.

O MVA pode então ser descrito na sua forma matemática, como se segue:

$$MVA = VM - CI (9)$$

Onde:

VM valor de mercado da empresa;

CI capital investido.

Frezatti (1999) aponta que é preciso decompor o MVA em seus componentes para melhorar a precisão de seu cálculo. Kayo (2002, p. 52) propõe que o MVA deve ser o resultado da somatória do valor de cada um dos grupos de ativos intangíveis existentes em uma empresa. A proposta do autor é representada pela seguinte equação:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Ht}}{(1+k_H)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{It}}{(1+k_I)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Et}}{(1+k_E)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{Rt}}{(1+k_R)^t}$$
(10)

MVA = valor de mercado adicionado ou valor dos intangíveis;

 EVA_{Ht} = valor econômico adicionado pelos ativos humanos na data t; EVA_{It} = valor econômico adicionado pelos ativos de inovação na data t; EVA_{Et} = valor econômico adicionado pelos ativos estruturais na data t;

 EVA_{Rt} = valor econômico adicionado pelos ativos de relacionamento na data t; k_H = custo médio ponderado de capital apropriado aos ativos humanos; k_I = custo médio ponderado de capital apropriado aos ativos de inovação; k_E = custo médio ponderado de capital apropriado aos ativos estruturais;

 k_R = custo médio ponderado de capital apropriado aos ativos de

relacionamento.

Existem diferentes taxonomias para representar a diversidade de ativos intangíveis que exercem influência e aportam valor para as empresas e, como foi apontado, marca é apenas um destes. Partindo da premissa que o MVA é uma fiel *proxy* do valor dos ativos intangíveis, pode-se apresentar a equação de Kayo (2002) de forma alternativa, a saber:

$$V_{IN} = V_M + (V_{IN1} + V_{IN2} + V_{IN3} + \dots + V_{INn})$$
(11)

Onde:

 $egin{array}{lll} V_{IN} &=& \mbox{valor total dos ativos intangíveis;} \ V_{M} &=& \mbox{valor do ativo intangível marca;} \ V_{INI..n} &=& \mbox{valor dos demais ativos intangíveis;} \end{array}$

A equação 11 pode ser reescrita de uma forma genérica, na qual o ativo intangível marca fica destacado, conforme pode ser observado na Equação 12, a seguir:

$$V_{IN} = V_M + \sum_{1 \to n}^{\infty} V_{INn} \tag{12}$$

 $egin{array}{lll} V_{IN} &=& \mbox{valor total dos ativos intangíveis;} \ V_{M} &=& \mbox{valor do ativo intangível marca;} \ V_{INn} &=& \mbox{valor dos demais ativos intangíveis;} \end{array}$

Portanto, isolando o valor da marca na Equação 12, tem-se:

$$V_M = V_{IN} - \sum_{1 \to n}^{\infty} V_{INn} \tag{13}$$

Como pode ser analisado pela Equação 13, o valor de uma marca pode ser obtido pela subtração do valor dos demais ativos intangíveis do valor total da parcela de valor proveniente dos ativos intangíveis.

Damodaram (1997, p. 301) sugere que o valor da empresa pode ser mensurado por meio dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados ao custo médio ponderado de capital. O autor não procura identificar quais os ativos que compõe este valor, porém pode-se afirmar que os fluxos de caixa deveriam refletir o impacto de todos os ativos, sejam eles tangíveis como também intangíveis.

A Equação 2 (p. 9), proposta por Brealey e Myers (1996) anteriormente, pode ser utilizada como uma simplificação da equação proposta por Damodaram (1997), a seguir:

$$VE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$
 (14)

VE = valor da empresa;

 FC_t = fluxo de caixa livre da empresa no período t; r = custo médio ponderado de capital da empresa.

Conforme apresentado anteriormente, o valor de uma empresa é a somatória do valor de seus ativos tangíveis e intangíveis, e pode-se, por substituição da Equação 7 na Equação 14, obter uma forma alternativa para se descrever o valor de uma empresa, como se segue:

$$V_{IN} + V_{TG} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$
 (15)

Onde:

 V_{IN} = valor da empresa;

 FC_t = fluxo de caixa livre da empresa no período t; r = custo médio ponderado de capital da empresa.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

A procura por respostas é um processo complexo. Ao se utilizar sistemas ou métodos, ela fica mais fácil de ser abordada, o que tende a facilitar a obtenção das soluções. Isto fica evidente na pesquisa acadêmica onde a estrutura e o método permite ao pesquisador esclarecer suas dúvidas de uma forma organizada.

Segundo Beaud (1997),

[...] o que se espera de uma tese, assim como de todo trabalho de pesquisa, é um progresso dentro do conhecimento: seja ele um esclarecimento novo sobre uma questão em debate, a reconstrução de um corpo explicativo ou o aprofundamento da análise sobre um ponto importante. Uma tese deve contribuir, mesmo que modestamente, para o aprimoramento, para a ampliação ou o aprofundamento do conhecimento, dentro do domínio de sua competência. (BEAUD, 1997, p.63)

Para obter tal resultado, é necessário o emprego do método científico, conforme apontam Lakatos e Marconi (1985). As autoras afirmam que o método científico é caracterizado pelo conjunto das atividades sistemáticas e racionais que possibilitam alcançar o objetivo por meio da definição das etapas a serem percorridas.

Em suma, Severino (1996) aponta que:

O saber constitui-se pela capacidade de reflexão no interior de determinada área do conhecimento. A reflexão, no entanto, exige o domínio de uma série de informações. (SEVERINO, 1996, pg. 36)

A ciência, enquanto conteúdo de conhecimentos, só se processa como resultado da articulação do lógico com o real, da teoria com a realidade. Por isso, uma pesquisa geradora de conhecimento científico e, conseqüentemente, uma tese a relatá-la, deve superar necessariamente o simples levantamento de fatos e coleção de dados, buscando articulá-los ao nível de uma interpretação teórica. (SEVERINO, 1996, pg. 117)

3.1. Natureza do Estudo

Gil (1988) apresenta uma classificação dos tipos de pesquisa com base em seus objetivos. São estes: pesquisa exploratória, pesquisa descritiva e pesquisa explicativa / causal. A pesquisa exploratória tem por objetivo efetuar o estudo de um fenômeno para verificar ou responder algumas questões. O estudo do tipo descritivo procura apenas descrever um fenômeno ou uma população e, em alguns casos, procura estabelecer a relação entre diferentes variáveis. Por fim, o estudo do tipo explicativo / causal procura identificar a relação de causalidade existente entre dois fenômenos.

Com base no exposto acima, o presente estudo tem características de um estudo exploratório por propor-se a, em um primeiro momento, identificar os principais direcionadores que geram valor para uma marca para, em um segundo momento, aplicá-los em uma metodologia de valoração destes ativos intangíveis procurando responder a pergunta da pesquisa apresentada no capítulo inicial.

3.2. Estratégia da Pesquisa e Procedimentos de Campo

O presente trabalho subdivide-se em duas etapas distintas, porém complementares. Na Etapa 1, [E1], o objetivo primário é identificar, a partir de dados quantitativos levantados em fontes secundárias, o impacto das principais características que são específicas e inerentes às marcas, denominadas direcionadores de valor das marcas. Para tal, foi desenvolvida uma ferramenta denominada *Scorecard* da Marca, apresentada em sua forma preliminar em Milone (2003). Esta ferramenta aponta os principais direcionadores e seus

possíveis indicadores quantitativos, identificados pelos meios acadêmicos como sendo relevante na construção do valor de marcas e determina seus respectivos pesos dentro da formação de valor das mesmas.

A premissa básica deste trabalho é que os direcionadores de valor da marca são de fundamental importância, pois estes têm a capacidade de interferir na tendência de geração dos fluxos de caixa futuros da empresa. Com características de um catalisador, estes direcionadores apresentam-se como acelerador ou redutor das curvas de crescimento das variáveis dos fluxos de caixa utilizados para mensurar o valor das empresas, o que permite auferir que sejam determinantes na capacidade de geração de valor de uma marca e, como consegüência, no valor de uma empresa.

Na Etapa 2, [E2], parte-se para a aplicação dos resultados obtidos pelo uso do *Scorecard* da Marca, de forma a se separar o valor gerado pelas marcas do valor gerado pelos demais ativos, sejam eles tangíveis quanto intangíveis. Para tanto foi necessária a utilização de uma metodologia baseada na avaliação econômica dos fluxos de caixa gerados pelo negócio, denominada de Fluxo de Caixa Descontado, descrita no capítulo 2.

Para melhor visualizar a abordagem metodológica deste estudo, foi desenvolvida uma representação gráfica das etapas [E1] e [E2], conforme apresentada na Figura 8 a seguir:

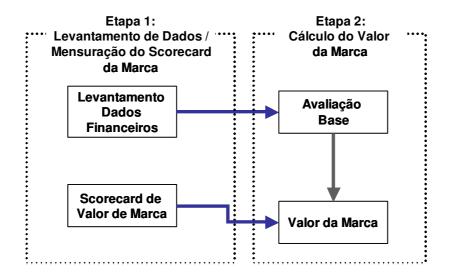


Figura 8: Desenho Esquemático da Metodologia Adotada

3.2.1. Procedimento para Elaboração da Metodologia e Coleta de Dados

O modelo de cálculo do valor da marca foi desenvolvido em uma planilha eletrônica, MS Excel®, integrante do pacote de software Office 2000® da empresa Microsoft®. Esta ferramenta permitiu elaborar os bancos de dados e tabelas nas quais foram quantificados os direcionadores de valor bem como tratados os dados secundários. Foi por meio desta ferramenta que se calculou os fluxos de caixa e as taxas de desconto utilizadas na avaliação das marcas.

A coleta dos dados focou-se em fontes secundárias, uma vez que as marcasalvo dos testes de hipóteses pertenciam a empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. As principais fontes utilizadas foram os bancos de dados Economática e Bloomberg, ambos disponíveis para consulta, em versão eletrônica, no Laboratório de Finanças da FEA-USP.

Foram também utilizados como fontes de informação, os *web-sites* institucionais das empresas na Internet bem como os *web-sites* governamentais e privados que disponibilizam dados macroeconômicos, como o IBGE, IBOPE e o Banco Central.

3.2.2. Definição da Amostra

O presente estudo utilizou uma amostra intencional composta por quatro empresas nacionais de capital aberto, que atuam em 2 mercados distintos, Serviços Financeiros e Alimentos, apresentadas pelo Quadro 3 abaixo:

Quadro 3: Empresas e Marcas Avaliadas

SERVIÇOS FINANCEIROS ALIMENTOSItaú • Perdigão

UnibancoSadia

Conforme apontado anteriormente, todas estas empresas caracterizam-se por serem de capital aberto e por disponibilizarem seus dados financeiros ao mercado. Adicionalmente, por simplificação, um segundo filtro foi utilizado no sentido de identificar apenas as empresas caracterizadas por possuírem uma marca única e forte, que representa todas as suas linhas de produtos e serviços comercializados.

3.2.2.1. Dados Coletados

Foram levantados os dados históricos de Balanço Patrimonial (BP), Demonstração dos Resultados (DRE) e Demonstração de Origem e aplicação de Recursos (DOAR) dos últimos 6 anos (1998-2003) para cada uma das empresas analisadas. Estes dados serviram para calcular a variação histórica das principais linhas da DRE que serviu de base para a primeira estimativa dos fluxos futuros a serem estimados.

As Tabelas 3, 4 e 5 abaixo exemplificam quais foram os dados financeiros levantados para cada uma das empresas em estudo.

Tabela 3: Exemplo do Balanço Patrimonial

Empresa	Balanços Patrimoniais Históricos					
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Ativo Total	2.006.412	3.369.874	3.280.327	3.457.318	5.131.905	5.487.666
Ativo Circulante	1.130.087	1.423.668	1.255.731	1.603.985	2.792.836	4.013.709
Disponível e Investimentos CP	382.407	31.832	<i>39.875</i>	65.380	142.983	230.403
Créditos Comerciais CP	245.585	847.089	680.719	871.033	1.767.094	2.856.384
Estoques	337.664	539.484	529.897	661.637	877.366	920.564
Outros Ativos CP	164.431	5.263	5.240	5.935	5.393	6.358
Realizável Longo Prazo	245.976	849.741	925.564	816.475	1.316.621	499.268
Permanente	630.349	1.096.465	1.099.032	1.036.858	1.022.448	974.689
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Passivo e Patrimônio Líquido	2.006.412	3.369.874	3.280.327	3.457.318	5.131.905	5.487.666
Passivo Circulante	791.435	1.804.511	1.656.864	1.336.604	2.553.549	2.297.151
Exigível LP	410.957	659.893	674.962	998.582	1.316.339	1.703.106
Patrimônio Líquido	780.931	858.977	948.113	1.121.599	1.261.654	1.487.422

Obs: Estes dados pertencem a empresa Sadia e foram apontados a título de ilustração. Os dados completos desta e das demais empresas estão apresentados no Anexo 1.

Tabela 4: Exemplo da Demonstração de Resultados

<u>Empresa</u>

Demonstração do Resultado

(dados Consolidados)						
	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Receita Bruta	2.654.161	3.145.990	3.257.944	4.017.076	4.689.274	5.855.435
Receita Bruta Mercado Interno	0	2.306.332	2.384.554	2.497.861	2.729.894	3.195.807
Receita Bruta Mercado Externo	0	839.658	873.390	1.519.215	1.959.380	2.659.628
Impostos sobre Vendas	323.518	367.221	376.931	382.251	450.431	563.311
Receita Liquida Operacional	2.330.643	2.778.769	2.881.013	3.634.825	4.238.843	5.292.124
Custo Produtos Vendidos	1.648.863	1.972.776	2.177.430	2.359.521	2.938.999	3.738.355
Lucro Bruto	681.780	805.993	703.583	1.275.304	1.299.844	1.553.769
Despesas Operacionais Próprias	575.283	530.864	611.312	756.389	927.532	991.061
Despesas com Vendas	473.833	494.897	566.178	712.365	882.796	943.660
Despesas Administrativas	101.450	35.967	45.134	44.024	44.736	47.401
Lucro Operacional	106.497	275.129	92.271	518.915	372.312	562.708
Resultado Financeiro	290	(142.545)	(66.765)	(248.372)	(183.363)	148.712
Outras R / D Operacionais	64.594	(48.951)	31.880	(24.247)	(33.382)	(51.033)
Equivalência Patrimonial	5.225	0	1.668	10.591	88.354	(63.678)
Lucro Operacional	176.606	83.633	59.054	256.887	243.921	596.709
Resultado não Operacional	5.198	2.673	5.286	2.982	1.463	(20.418)
LAIR	181.804	86.306	64.340	259.869	245.384	576.291
Provisao Imposto de Renda	1.838	9.335	1.358	38.895	(325)	40.414
IR Diferido	0	0	(54.813)	8.880	(12.724)	(52.330)
Lucro Líquido	171.427	82.181	112.749	202.607	234.092	446.763

Obs: Estes dados pertencem a empresa Sadia e foram apontados a título de ilustração. Os dados completos desta e das demais empresas estão apresentados no Anexo 1.

Tabela 5: Exemplo da Demonstração de Origens e Aplicações dos Recursos

<u>Empresa</u>	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos					SOS
(dados Consolidados)		•	_	, ,		
	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	dez/02	<u>dez/03</u>
Total de Recursos Obtidos	301.873	256.092	169.655	863.573	187.295	1.740.589
Das Operações	273.311	232.904	142.584	405.830	209.866	800.420
Lucro Líquido	171.269	73.154	112.253	202.168	233.755	446.414
Itens que não afetam Cap. Circ.	102.042	159.750	30.331	203.662	(23.889)	354.006
Depreciação e Amortização	60.292	71.731	104.987	114.652	122.485	137.062
Integralização de Capital	0	0	0	0	0	0
De Terceiros	28.562	23.188	27.071	457.743	(22.571)	940.169
Total Recursos Aplicados	539.331	975.587	189.945	195.059	215.389	263.318
Aplicação no Ativo Permanente	165.210	229.252	157.228	110.500	121.352	110.220
Aumento Investimento Perm.	86	2.531	1.543	1.949	0	0
Compra de Ativos Fixos	131.591	166.851	117.521	81.151	111.927	102.124
Dividendos	56.673	40.249	26.451	80.205	76.667	150.454
Transf do Circ p/ Perm	45	16.612	0	4.354	0	2.644
Outros Recursos Aplicados	0	214.263	0	0	17.370	0
Aumento Capital de Giro	(237,458)	(719.495)	(20,290)	668.514	(28.094)	1.477.271

Obs: Estes dados pertencem a empresa Sadia e foram apontados a título de ilustração. Os dados completos desta e das demais empresas estão apresentados no Anexo 1.

Adicionalmente, foram levantadas as posições de fechamento mensal dos últimos 24 meses das ações de cada uma das empresas para os últimos dois anos. Estes dados, junto com a posição de fechamento mensal do índice lbovespa, foram utilizados para se calcular o beta (β) de cada uma das empresas, informação esta que foi utilizada no cálculo da taxa de desconto usada, posteriormente, para se descontar os fluxos estimados na avaliação base.

3.3. Scorecard da Marca - Identificação dos Direcionadores de Valor

Os modelos de avaliação de marcas desenvolvidos até o presente utilizam as características das mesmas como uma ferramenta para separar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa.

Para tal, o *Scorecard* da Marca tem como objetivo principal avaliar e mensurar a representatividade dos principais direcionadores de valor da marca na sua capacidade de geração de valor adicional aos fluxos de caixa futuros de uma empresa.

Foi efetuado um levantamento da literatura acadêmica específica ao campo de estudo sobre marcas e suas características mais relevantes. Foram identificados os principais fatores que geram valor para uma marca, em que se procurou capturar a contribuição de diversos autores.

3.3.1. Direcionadores de Valor de Marcas – Aspectos Teóricos

A análise da literatura disponível sobre marcas, suas características e seus determinantes de valor permitiram identificar aqueles direcionadores que cada vez mais são destacados como tendo de fundamental relevância na criação do seu valor.

Segundo Aaker (apud CHURCHILL e PETER, 2000), os elementos - lealdade à marca, consciência do nome, qualidade percebida, associações da marca - influenciam o valor da mesma e o peso que o símbolo da marca tem para os clientes. Esta relação aumenta os valores percebidos para o cliente e para a

empresa, conforme destacado na Figura 3, apresentada no capitulo 2. O autor aponta, também, que alguns dos maiores benefícios obtidos pelas empresas estão na capacidade desta obter vantagens competitivas e de praticar preços e margens de lucro maiores, devido à influência que as marcas tem no processo de compra dos clientes.

Kapferer (1991) procura relacionar a identidade da marca às características que geram valor as mesmas. Ele descreve estas características por meio da apresentação da identidade da marca que é composta por um conjunto de fatores que a relacionam com os aspectos culturais e sociais dos consumidores.

Biel (1992) aponta que as imagens do produtor, produto e cliente estão intimamente associadas e, quando verificadas do ponto de vista de sua interrelação, geram um valor adicional para as empresas. O autor, ainda, destaca que as empresas conseguem incrementar seus fluxos de caixa ao associar seus produtos / serviços às marcas cujas imagens sejam fortes.

Keller (1993, 2000) e Keller, Marshall e Na (1999) apontam que o reconhecimento da marca, por parte do consumidor, é fundamental para que esta tenha um valor significativo no mercado. Este conhecimento é gerado pela imagem que esta marca tem e pela maneira como o consumidor percebe a mesma. Por percepção, o autor quer dizer a habilidade do consumidor em reconhecer a marca entre outras opções e sua capacidade em lembrar-se da mesma. E, portanto, quando uma marca obtém uma resposta positiva dos consumidores, aumentam as possibilidades de gerar receitas adicionais, despesas menores e, conseqüentemente, margens de lucro mais elevadas. Em outras palavras, altas taxas de reconhecimento aumentam a probabilidade de escolha da marca pelos consumidores na hora da compra.

Birkin (1993) apresenta os aspectos destacados na metodologia de avaliação de marcas aplicada pela empresa Interbrand. Os fatores destacados são: liderança, estabilidade, condições de mercado, internacionalidade, tendência histórica, suporte de *marketing* e proteção legal. Apesar destes fatores serem utilizados na determinação do risco inerente às marcas, pode-se supor que os mesmos fatores também afetam a capacidade da empresa em gerar resultados adicionais pela existência da marca.

Lefton e Anson (1993) apresenta a metodologia de valoração de marcas, desenvolvida por Anson, que aponta vários fatores importantes neste tipo de análise, dentre os quais destacam-se: margens brutas, curvas de crescimento, posição no ciclo de vida do produto, reconhecimento da marca, potencial de extensão de marca, potencial de transferência, proteção internacional (registro), vida útil remanescente e expectativa de crescimento nas vendas.

Cohen (1994) aponta a importância que os investimentos em *marketing* e a cadeia de distribuição têm no valor de uma marca. O autor, também, aponta que este valor pode ser incrementado caso a marca seja bastante reconhecida pelo público e tenha um nível de proteção adequado.

Aaker (1996) desenvolve um modelo, criando o Sistema de Identidade da Marca, que permite identificar quatro dimensões das marcas: (i) marca como um produto, (ii) marca como uma organização, (iii) marca como uma pessoa e (iv) marca como um símbolo. Cabe destacar, então, a importância da percepção dos consumidores em relação aos atributos das marcas e o peso que a abrangência da marca tem em sua capacidade de gerar valor e influenciar a performance da empresa. Por abrangência, o autor procura descrever o peso de uma marca local ou global.

Em geral, percebe-se um foco maior nos aspectos subjetivos inerentes às marcas, os quais referem-se mais os aspectos da relação emocional existente entre o consumidor e o produto, em que a maior força da marca encontra-se nos laços emocionais mais fortes, gerando um impacto na capacidade desta marca criar valor econômico adicional.

No entanto, percebe-se também que vários dos autores já citados identificam aspectos objetivos como margens operacionais, taxas de crescimento, investimentos em publicidade e pesquisa, entre outros, como sendo aspectos relevantes na geração de valor de marcas.

Diante disso, pode-se concluir que, embora alguns autores apontem os aspectos objetivos como importantes na geração de valor da marca, ela é, também, influenciada pelos seus atributos subjetivos, tendo efeito direto nos resultados financeiros.

3.3.2. Mensuração dos Direcionadores de Valor de Marcas

O conceito de valor de marca envolve tanto aspectos objetivos quanto subjetivos. Por um lado, os aspectos objetivos são de mais fácil identificação e mensuração, podendo ser analisados com maior precisão. Entre eles, destacam-se: posição de mercado, margem de lucro, custos de manutenção, entre outros.

Por outro lado, os aspectos subjetivos, como aqueles ligados à imagem da marca, são mais difíceis de serem evidenciados e quantificados, mas não deixam de ter uma considerável importância no cálculo do valor de uma marca. Por exemplo, Kapferer (1991) aponta que uma marca possui uma personalidade que, dependendo da percepção do cliente, pode significar uma vantagem competitiva para a empresa que a controla. É importante ressaltar que fatores subjetivos possuem, em alguns casos, medidas objetivas, como é o caso do conceito de *share of mind*, que mede o grau de lembrança espontânea que uma marca tem para os seus consumidores.

Dado este contexto, foi fundamental desenvolver uma maneira efetiva para se mensurar o impacto que estas características têm na geração do valor de uma marca, medida esta capaz de capturar os efeitos dos fatores objetivos bem como dos subjetivos.

A literatura apresenta várias abordagens propostas por diversos autores, enfoques estes que individualmente já identificam vários aspectos relevantes das marcas, mas que tomados de forma conjunta, em uma única ferramenta, podem dar uma visão mais ampla englobando os diversos fatores significativos que contribuem para a constituição de marcas de valor elevado.

Milone (2003) apresenta, de forma preliminar, uma abordagem para se mensurar os principais direcionadores de valor de uma marca, denominado *Scorecard* da Marca. Esta ferramenta visa resumir, em um único painel, os principais fatores que afetam a performance de uma marca (e conseqüentemente o seu valor), sejam estes objetivos ou subjetivos.

Para tal, os fatores são mensurados de acordo com parâmetros previamente estabelecidos e, analisados conjuntamente, resultando no potencial de geração

de valor da marca que será posteriormente relacionado a uma avaliação econômico-financeira da mesma.

3.3.2.1. Direcionadores de Valor – Atributos Mensurados

A partir da análise da literatura foi possível identificar os direcionadores que tem uma relação mais significante com a capacidade de geração de valor de uma marca. Estes direcionadores, subdivididos em cinco grupos homogêneos - Atributos de Mercado, Atributos de Alcance, Atributos Comparativos, Atributos de Investimento e Atributos Específicos – podem ser visualizados no Quadro 4, a seguir:

Quadro 4: Atributos da Marca e seus Indicadores de Desempenho

Atributos de Mercado

Participação de Mercado Tempo na liderança (anos) Número de Concorrentes

Atributo de Alcance

Alcance Geográfico da Empresa

Atributos Comparativos

Share of Mind da Marca Share of Voice da Categoria

Atributos de Investimento

Gastos c/ Mktg - % de vendas Gastos c/ P&D - % de vendas

Atributos Específicos

Idade da Marca Evolução histórica

Propõe-se, a seguir, uma descrição individual dos indicadores identificados a fim de formalizar suas definições e de apontar a variável financeira que, mais diretamente, é influenciada pelo direcionador.

3.3.2.1.1. Atributos de Mercado

O primeiro grupo a ser analisado é o dos Atributos de Mercado, que são

aqueles que permitem avaliar a posição relativa que uma marca tem em seu

mercado competitivo.

A posição de liderança de mercado parece ser uma das componentes mais

importantes na capacidade de geração de valor de uma marca, pois o líder de

mercado assume a postura de regulador deste, podendo definir preços e

margens.

Segundo pesquisa realizada por Barth et al. (1998) existe uma correlação

positiva entre a participação de mercado e o valor de marcas. Adicionalmente,

os autores comprovam que as alterações no valor da marca estão refletidas

nas variações nos preços das ações.

Os atributos que se encontram neste grupo são: participação de mercado,

tempo na liderança e número de concorrentes.

3.3.2.1.1.1. Participação de Mercado

A participação de mercado representa a parcela que uma determinada

empresa possui das receitas totais geradas neste determinado mercado. Esta

medida oferece uma quantificação do peso relativo que a empresa detém do

mercado e pode ser representada pela Equação 16.

 $PART_i = \frac{R_i}{R_{Col}}$ (16)

Onde:

 $PART_i$ = participação de mercado da marca i (medido em %); R_i = receita bruta marca i;

= receita bruta total da categoria.

Esta medida indica o quanto é representativa esta marca no seu mercado competitivo, sendo que a premissa básica é que quanto maior sua participação,

57

maior é sua capacidade de influenciar preços e quantidades, fatores que afetam diretamente as receitas auferidas pela empresa.

3.3.2.1.1.2. Tempo na Liderança

O objetivo deste atributo é o de se confirmar o desempenho passado da marca, avaliando sua consistência de performance. Este conceito é muito similar ao conceito de estabilidade apresentado por Birkin (1993), como sendo um dos fatores que compõem o *Brand Strength* na Metodologia Interbrand. A principal diferença é que se deseja obter, neste caso, a evolução histórica da marca, identificada em termos de sua representatividade no mercado.

A nota é obtida pela equação que se segue:

$$LID_{i} = \frac{Q_{i}}{Idade_{i}}$$
 (17)

Onde:

 LID_i = tempo de liderança da marca i (medido em %);

O_i = número de anos que a marca i manteve-se entre as 3 principais em

participação de mercado;

 $Idade_i$ = idade da marca i (medida em anos).

É provável que a performance mais recente de uma marca seja mais significativa no seu impacto na geração de valor. Desta forma, e, também, para não penalizar marcas muito antigas que teriam um denominador muito alto, está sendo convencionado que para a mensuração deste atributo a idade máxima será de 10 anos.

O intuito de incorporar este atributo na análise é o de se capturar de forma quantitativa, a maneira pela qual esta marca tem afetado o desempenho da empresa. Apesar de não se ter evidências teóricas que comprovem a afirmação, é de se esperar que marcas líderes de seus respectivos mercados tenham a capacidade de obter ganhos significativos na sua eficiência de investimento em publicidade.

3.3.2.1.1.3. Número de Concorrentes

O objetivo deste atributo é o de refletir o grau de competitividade que existe no mercado onde a marca atua. É de se esperar que marcas que competem em mercados com um maior número de competidores, encontrarem maiores dificuldades em manter uma forte posição de barganha. Porter (1998) apresenta, em seu modelo de competitividade, a importância do número e força de concorrentes na definição das vantagens competitivas de empresas. Este indicador será definido pela quantidade de competidores diretos, conforme pode ser vizualizado a seguir:

Conc = Número de marcas competidoras em sua categoria

Ao mensurar o número de competidores, o que se deseja é identificar a capacidade da marca em obter benefícios em relação ao seu investimento em publicidade devido ao grau de competitividade existente em seu mercado. Porter (1998) aponta que quanto maior for o número de competidores, mais difícil será obter uma posição de barganha favorável. Logo, pode-se dizer que quanto maior for o número de competidores, menor será a capacidade da marca em obter benefícios para si.

3.3.2.1.2. Atributo de Alcance

O segundo grupo é o de **Atributo de Alcance**, e refere-se à abrangência geográfica da marca, ou seja, a região ou regiões onde uma marca atua. A importância deste atributo está nas sinergias de custos obtidas por um alcance geográfico mais amplo, além dos aprendizados que podem ser replicados de região a região.

Birkin (1993) e Nunes e Haigh (2003) apontam que marcas com um maior alcance beneficiam-se de economias de escala produtiva e obtém ganhos na definição e implementação de suas estratégias. É possível traduzir esta afirmação para significar que marcas globais (atuam de forma conjunta em

vários mercados) possuem maiores probabilidades de obtenção de ganhos de escala se comparadas com marcas locais (atuam em um mercado restrito).

3.3.2.1.2.1. Alcance Geográfico da Empresa

Este atributo procura identificar o potencial que uma empresa tem em obter economias de escala e ganhos no seu processo produtivo, por meio da identificação da abrangência geográfica de atuação da empresa. Conforme apontado pelos autores, as empresas que atuam em mais territórios possuem oportunidades de obtenção de economias nos seus custos de produção.

Alcance = Área de atuação da Empresa

A mensuração deste atributo é obtida por meio da classificação da região de atuação da empresa em uma das cinco opções apontadas. A empresa pode atuar em âmbito LOCAL, REGIONAL, NACIONAL, MULTINACIONAL ou GLOBAL, sendo a sua nota definida pela sua abrangência. O Quadro 5 abaixo define cada uma das possíveis classificações.

Quadro 5: Classificações de Alcance Geográfico

<u>CLASSIFICAÇÃO</u>	ABRANGÊNCIA DE ATUAÇÃO	NOTA
Local	Apenas em 1 cidade	0,2
Regional	Atua em Estado ou Região	0,4
Nacional	Atua em todo País	0,6
Multinacional	 Atua em mais de 1 País 	0,8
Global	 Atua, de forma coordenada, em múltiplos países 	1,0

3.3.2.1.3. Atributos Comparativos

O terceiro grupo a ser apresentado é o grupo dos **Atributos Comparativos** e refere-se àqueles fatores que diretamente qualificam o grau de percepção que os clientes possuem das marcas. A importância destes atributos está na capacidade de, uma vez estando fortemente arraigados nas percepções dos

clientes, possibilitarem uma maior quantidade de vendas bem como economias nas estratégias de investimento.

Diversos autores como Kapferer (1991), Keller (1993), Aaker (1996) entre outros, apontam para a relevância que a percepção dos consumidores tem na composição do valor das marcas. Todavia, os autores não apresentam um indicador para medir este efeito.

Uma possível *proxy* a ser utilizada é o de *share of mind*, conceito bastante difundido nos meios empresarias para apontar o grau de lembrança espontânea das marcas nas mentes dos consumidores. Romaniuk e Sharp (2003) apresentam evidências empíricas recentes que confirmam esta afirmação. Cabe apontar que este indicador tem sido analisado na literatura há algum tempo, datando desde o final dos anos 60 com os estudos de Gruber (1969).

Adicionalmente, pode-se utilizar o indicador denominado *share of voice*, também disseminado na prática de mercado publicitário e empresarial, para quantificar a participação dos gastos de publicidade da marca em relação aos concorrentes e, assim, mostrar uma fotografia mais completa de como as marcas diretamente afetam a percepção dos clientes.

3.3.2.1.3.1. Share of Mind

Para o objetivo deste trabalho, o *share of mind* será utilizado como uma *proxy* do efeito combinado que os atributos subjetivos exercem na mente do consumidor. Este indicador permite quantificar o peso relativo que a marca tem e pode ser identificado pela equação:

$$SM_i = \frac{RE_i}{TR_{Cat}} \tag{18}$$

Onde:

 SM_i = lembrança espontânea da marca i (medido em %);

 RE_i = respostas espontâneas da marca i;

 TR_{Cat} = total de marcas lembradas espontaneamente na categoria.

Apesar de não terem sido identificadas comprovações empíricas deste fenômeno, é de se supor que marcas que possuem alto grau de lembrança espontânea obtêm maiores oportunidades de influência no momento da compra por parte dos consumidores. Isto permite à empresa maior flexibilidade da determinação do seu preço de venda e, provavelmente, maiores quantidades de produtos vendidos gerando uma receita mais robusta para a empresa.

Testes empíricos, como o desenvolvido por Romaniuk e Sharp (2003), confirmam a importância do *share of mind* como medida de lealdade de marca e, consequentemente, como indicador do potencial de vendas de um produto ou serviço.

3.3.2.1.3.2. Share of Voice

Já o atributo share of voice procura mensurar o quão significativo são os recursos investidos em publicidade, quando comparados aos dos demais participantes do mercado. Pesquisa de Chauvin e Haigh (1993) demonstra que a intensidade de investimento em publicidade por parte de uma empresa tem correlação positiva com o valor das marcas. A Equação 19 demonstra como obtemos esta medida.

$$SV_{i,t} = \frac{GP_{i,t}}{GP_{Cat,t}} \tag{19}$$

Onde:

 $SV_{i,t}$ = participação da marca i nos gastos de publicidade no período t

(medido em %);

 $GP_{i,t}$ = gasto de publicidade da marca i no período t;

 $GP_{Cat,t}$ = total de gasto de publicidade da categoria no período t.

Marcas com elevado *share of voice* apresentam maiores possibilidades de obterem receitas incrementais, já que os consumidores estão cada vez mais expostos às mensagens das marcas e seus benefícios.

3.3.2.1.4. Atributos de Investimento

O quarto grupo, Atributos de Investimento, refere-se àqueles fatores que

apontam o grau de compromisso da alta administração com o desenvolvimento

da marca. Altos índices de investimento em marketing ajudam a fortalecer a

imagem da marca perante seu público-alvo. Altos índices de investimento em

pesquisa e desenvolvimento ajudam a criar novas características à marca, que

procuram sempre estarem alinhadas ao que os consumidores desejam.

Estes atributos permitem fortalecer a posição competitiva, aumentando as

margens de lucratividade de uma marca. Chauvin e Haigh (1993) apresentam

evidências de que o valor da marca tem correlação positiva com gastos de

publicidade e pesquisa e desenvolvimento.

3.3.2.1.4.1. Gastos de Marketing

A Equação 20 indica como será obtida a medida de gastos de *marketing*.

 $PGM_{i,t} = \frac{GM_{i,t}}{RL_{i,t}}$ (20)

Onde:

 $PGM_{i,t}$ = participação da marca i nos gastos de marketing no período t

(medido em %);

 $GM_{i,t}$ = gasto de marketing da marca i no período t; $RL_{i,t}$ = receitas líquidas da empresa i no período t.

3.3.2.1.4.2. Gastos de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)

A Equação 21, a seguir, mostra como será determinado o valor para este

indicador.

63

$$PPD_{i,t} = \frac{PD_{i,t}}{RL_{i,t}} \tag{21}$$

Onde:

 $PPD_{i,t}$ = participação da marca *i* nos gastos de P&D no período *t* (medido em %);

 $PD_{i,t}$ = gasto de P&D da marca i no período t;

 $RL_{i,t}$ = receitas líquidas da empresa i no período t.

Investimentos em P&D permitem, entre outras, desenvolver produtos que possuam ciclos de desenvolvimento menores. Isto permite à empresa obter ganhos no que diz respeito aos custos de produção.

3.3.2.1.5. Atributos Específicos

Finalizando, os **Atributos Específicos** apresentam alguns outros indicadores que ajudam a pontuar a relevância da marca para o mercado e a sua tendência histórica. Estes pontos permitem analisar a probabilidade de permanência da marca no contexto competitivo e apontar o estágio atual da mesma no seu ciclo de vida. Estes fatores, conforme apontam Lefton e Anson (1993), Birkin (1993) e Nunes e Haigh (2003), têm impacto na capacidade da marca gerar receitas adicionais e custos de produção mais reduzidos.

3.3.2.1.5.1. Idade da Marca

A idade da marca também é um ponto importante a ser avaliado. Conforme apontam alguns autores, a idade da marca exerce influência na maneira como os consumidores respondem aos estímulos mercadológicos. Marcas novas precisam de maiores esforços na comunicação e, muitas vezes, apresentam barreiras ao consumo devido ao desconhecimento por parte dos potenciais clientes. A equação a seguir define a mensuração deste atributo.

$$ICV_{i} = \frac{Idade_{i}}{CV_{Cat}}$$
 (22)

Onde:

 ICV_i = índice ciclo de vida da marca i (medido em %);

 $Idade_i$ = idade, em anos, da marca i;

 CV_{Cat} = número de anos no ciclo de vida dos produtos da categoria.

O estágio do ciclo de vida de uma marca oferece subsídios para se identificar as oportunidades de geração de receitas adicionais, o que parece ser uma realidade com marcas mais maduras.

3.3.2.1.5.2. Evolução Histórica

Outro ponto relevante é o de se avaliar o comportamento no passado recente de uma marca. Novamente, alguns autores apontam que marcas que apresentam um perfil de crescimento constante ao longo do tempo indicam uma característica de maior força em relação ao seu público-alvo. A evolução histórica será medida por meio da Equação 23:

$$EH_i = \frac{AC_i}{10} \tag{23}$$

Onde:

 EH_i = evolução histórica da marca i;

 AC_i = quantidade, nos últimos 10 anos, de períodos que apresentam

crescimento das receitas da marca i.

Adotou-se o limite de cinco anos, pois se espera que o passado mais recente seja um indicativo melhor do comportamento futuro da marca e que este atributo tenha significativo peso na identificação da capacidade futura de geração de receitas.

3.3.2.2. Scorecard da Marca - Sistema de Notas e Ponderação dos Fatores

Como pôde ser observado nos itens anteriores, para cada atributo foi destacada a principal variável financeira influenciada pelo mesmo. A premissa básica é que estes atributos exercem influência direta no comportamento destas variáveis, tanto do ponto de vista histórico quanto no que diz respeito à sua evolução futura.

Os atributos foram realocados em três novos grupos, cada qual identificado pela variável financeira mais diretamente impactada. O objetivo é o de se permitir mensurar o impacto conjunto destes para cada uma das variáveis financeiras. O Quadro 6 apresenta o novo agrupamento dos atributos.

Quadro 6: Atributos e Variáveis Financeiras Impactadas

Atributos que impactam Receitas	Atributos que impactam Custos operacionais/produção	Atributos que impactam Custos de Marketing
Participação de Mercado	Alcance Geográfico da Empresa	Tempo na liderança (anos)
Share of Mind da Marca	Gastos c/ P&D - % de vendas	Número de Concorrentes
Share of Voice da Categoria		
Gastos c/ Mktg - % de vendas		
Idade da Marca		
Evolução histórica		

Em primeiro lugar foram calculadas as notas de cada um dos atributos, segundo as equações apresentadas nos itens anteriores. As notas foram, então, relacionadas em uma tabela consolidada para permitir calcular a ponderação relativa dos atributos na constituição do fator a ser aplicado no fluxo de caixa.

O cálculo da ponderação das notas obedece a um critério de peso relativo do atributo no seu subgrupo de influência. Para tal, calcula-se a somatória de todas as notas do subgrupo utilizando a soma para identificar a participação da nota no total calculado para o sub-grupo. Com isto, obtêm-se um peso consolidado que seja relativo ao impacto individual de cada atributo no conjunto de cada um dos grupos.

Este processo pode ser visualizado no Quadro 7 abaixo:

Quadro 7: Resumo Genérico das Notas dos Atributos

Atributos que impactam Rece	itas	Nota do Atributo		Peso Relativo do Atributo
 Participação de Mercado 	$PART_i$	AR_1	$\div \Sigma AR_i$	ARP_{I}
Share of Mind da Marca	SM_i	AR_2	$\div \Sigma AR_i$	ARP_2
Share of Voice da Categoria	SV_i	AR_3	$\div \Sigma AR_i$	ARP_3
Gastos com Marketing	$PGM_{i,t}$	AR_4	$\div \Sigma AR_i$	ARP_4
Idade da Marca	ICV_i	AR_5	$\div \Sigma AR_i$	ARP_5
Evolução Histórica	EH_i	AR_6	$\div \Sigma AR_i$	ARP_6
Atributos que impactam Cust Operacionais/ Produção	tos			
Alcance Geográfico	Alcance	AC_I	$\div \Sigma AC_i$	ACP_1
Gastos com P&D	$PPD_{i,t}$	AC_2	$\div \Sigma AC_i$	ACP_2
Atributos que impactam Custo Marketing	s de			
Tempo na Liderança	LID_i	AM_{I}	$\div \Sigma AM_i$	AMP_1
Número de Concorrentes	Conc	AM_2	$\div \Sigma AM_i$	AMP_2

A ponderação relativa ocorre em duas etapas. Na primeira etapa, efetua-se a somatória das notas obtidas pelos atributos de cada grupo, como pode ser observado nas equações apresentadas a seguir:

$$ARP_i = \frac{AR_i}{\sum_{i=1}^n AR_i}$$
 (26)

Onde:

 ARP_i = peso relativo dos atributos de receita;

 AR_i = nota do atributo que gera impacto na receita i;

n = quantidade de atributos de receita.

$$ACP_{i} = \frac{AC_{i}}{\sum_{i=1}^{n} AC_{i}}$$
(27)

Onde:

 ACP_i = peso relativo dos atributos de custo;

 AC_i = nota do atributo que gora ..., n = quantidade de atributos de custo. = nota do atributo que gera impacto no custo direto *i*;

$$AMP_{i} = \frac{AM_{i}}{\sum_{i=1}^{n} AM_{i}}$$
 (28)

Onde:

 AMP_i = peso relativo dos atributos de *marketing*;

 AM_i = nota do atributo que gera impacto nos gastos de *marketing i*;

= quantidade de atributos de *marketing*.

Na segunda etapa, efetua-se uma nova somatória das notas ponderadas dos atributos de cada grupo para que se obtenha o valor dos fatores consolidados por sub-grupo de influência no fluxo de caixa. Pode-se verificar esta operação nas equações abaixo:

$$AR = \sum_{i=1}^{n} \left(AR_i \times ARP_i \right) \tag{29}$$

Onde:

AR= fator ponderado dos atributos de receita;

= atributos de receita; AR_i

= peso relativo dos atributos de receita; ARP_i = quantidade de atributos de receita.

$$AC = \sum_{i=1}^{n} \left(AC_i \times ACP_i \right) \tag{30}$$

Onde:

AC = fator ponderado dos atributos de custo;

 ACP_i = atributos de custo;

 ACP_i = peso relativo dos atributos de custo; n = quantidade de atributos de custo.

$$AM = \sum_{i=1}^{n} \left(AM_i \times AMP_i \right) \tag{31}$$

Onde:

AM = fator ponderado dos atributos de *marketing*;

 AMP_i = atributos de marketing;

 AMP_i = peso relativo dos atributos de *marketing*; n = quantidade de atributos de *marketing*.

É importante ressaltar que alguns atributos devem ser ajustados às particularidades das indústrias a que a marca pertence. O estudo de Chauvin e Hirschey (1993) comprova que existem diferenças, por indústria, na intensidade de investimento em marketing e pesquisa e desenvolvimento. Estas diferenças devem ser tomadas em consideração ao se ponderar o efeito dos indicadores PGM_i e PPD_i , garantindo a adaptabilidade do *Scorecard* da Marca às especificidades da marca em análise.

Como cada indústria apresenta características que são únicas e estas devem ser levadas em consideração no momento da definição das notas individuais, a flexibilidade da ferramenta é o que permite sua aplicabilidade a várias indústrias.

Estes fatores ponderados dos atributos de receita, AR, de custo, AC, e de marketing, AM, serão finalmente aplicados ao fluxo de caixa gerado pela marca nas variáveis especificadas de modo a incorporar, na sua avaliação financeira,

o potencial de geração de valor da marca conforme mensurado pela ferramenta.

3.3.3. Direcionadores de Valor e Seus Impactos na Avaliação de Marcas

Para completar o desenho da metodologia de avaliação das marcas, foi desenvolvida uma maneira de se mensurar o impacto dos direcionadores de valor na formação de valor da marca e, também, de se determinar a melhor maneira de capturar este impacto em uma metodologia financeira do cálculo de valor de um ativo.

Ao utilizar o FCD como modelo para determinar o valor de um ativo, percebese que existem duas maneiras de se gerar sensibilidade no valor calculado de forma a influenciar os resultados financeiros obtidos. A primeira maneira é por meio da taxa de desconto e a segunda é por meio das premissas que compõem o fluxo de caixa.

No primeiro caso, alterações na taxa de desconto afetam a percepção de risco de um ativo, porém de uma forma consolidada onde vários fatores de risco são agregados de maneira conjunta, produzindo um único ponto de sensibilidade. Neste caso, pode-se perder a sensibilidade individual de cada fator.

No segundo caso, ao utilizar sensibilidades individuais para as premissas que formam o fluxo de caixa, é possível capturar de maneira mais adequada a contribuição de cada fator na definição do risco / retorno de um ativo. Isto se dá por meio da elaboração de um mecanismo que permita adequar as projeções dos fluxos futuros aos direcionadores de valor que afetam aquele ativo.

Desta forma, optou-se por uma abordagem onde os atributos específicos das marcas, mensurados através do *Scorecard* da Marca, fossem relacionados ao fluxo de caixa base de modo a refletir seu impacto na determinação do valor das mesmas. Pode-se visualizar esta abordagem através da Figura 9 a seguir:

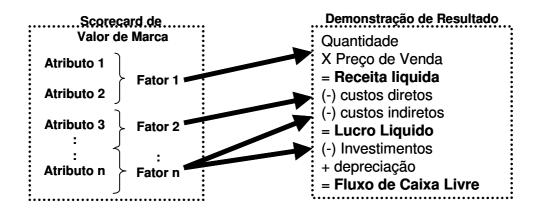


Figura 9: Ilustração da Relação entre o Scorecard da Marca e o DRE e Fluxo de Caixa

Conforme apresentado na Figura 9, cada um dos atributos identificados e mensurados por meio do *Scorecard* da Marca foram relacionados a um fator que, por sua vez, foi relacionado à variável financeira mais afetada no fluxo de caixa. Cada atributo apresentou uma nota individual, sendo então ponderado com os demais atributos para se determinar o peso ou índice de aceleração ou redução nas projeções das variáveis afetadas. Desta forma, isola-se o efeito de cada atributo no fluxo de caixa que determina o valor da marca; e, assim, fica capturado com maior riqueza o impacto que os direcionadores de valor de uma marca têm na determinação do valor da mesma.

Os fatores são então aplicados às taxas de crescimento futuras da empresa, de forma a se isolar o efeito que as marcas exercem na geração de valor de uma empresa. De maneira simplificada, os fatores alteram a inclinação das curvas de crescimento, de modo que a curva resultante passa a representar a capacidade de geração de valor de uma empresa sem a incorporação dos benefícios da existência de uma marca forte.

Cada uma das marcas foi avaliada individualmente e os respectivos *Scorecard* da Marca preenchidos com as notas e pesos ponderados para cada um dos atributos serão apresentados no capítulo 4, junto aos resultados obtidos por meio da aplicação da metodologia.

3.4. Geração dos Fluxos de Caixa

Em um primeiro momento, os dados históricos foram tratados de forma a se identificar as principais variações presentes nos resultados dos últimos anos de cada empresa. Estas taxas de crescimento das principais variáveis do Demonstrativo de Resultados, serviram de ponto de partida para a preparação das projeções futuras para os demonstrativos financeiros das empresas.

Conforme apontado por Birkin (1993), existem algumas importantes considerações que devem ser levadas em conta ao se avaliar marcas. A primeira diz respeito ao fato de que se deve calcular o valor de marcas após os impostos, porém antes dos juros por empréstimos, já que para o autor a alavancagem financeira não está diretamente relacionada com a marca ou suas características. A segunda aponta para a necessidade de se isolar e eliminar os efeitos dos lucros obtidos pelos ganhos de escala de se produzir o produto/serviço e revendê-lo sem a marca estar associada. A terceira refere-se à eliminação dos ganhos obtidos por outros ativos, como sistemas de distribuição, entre outros. E, finalmente, deve-se levar em conta quaisquer expectativas relacionadas à performance futura da marca, isto é, devem-se capturar nos modelos de avaliação quaisquer mudanças estratégicas, já identificadas, que podem afetar a maneira como a marca se posiciona no mercado e, portanto, quanto valor ela gera.

Neste contexto, os dados históricos das empresas foram analisados de forma a identificar: (i) as tendências de crescimento e retração das principais contas de balanço e itens do demonstrativo e, (ii) extrair do fluxo das empresas a parcela correspondente ao impacto específico de cada uma das marcas.

Desta forma, foi possível extrair dos dados financeiros das empresas apenas a parcela que representa a real contribuição da marca para o seu resultado. Cabe lembrar que isto se faz necessário já que os dados levantados referemse aos resultados financeiros da empresa que possui a marca e não da marca propriamente dita. É importante isolar, ao mensurar o seu valor, o impacto que os demais ativos da empresa possam estar agregando.

A separabilidade do fluxo é um dos momentos cruciais da análise, uma vez que é fundamental isolar corretamente o impacto que uma marca gera em termos de valor para uma empresa, de modo a não supervalorizar uma marca ao atrelar benefícios não diretamente gerados por ela ou subvalorizá-la ao deixar de capturar a totalidade de sua influência nos resultados de uma empresa. Conforme aponta Cohen (1994), é importante que a avaliação de uma marca e a avaliação de um negócio não se confundam.

Os pesos de cada atributo obtidos pelo *Scorecard* da Marca, que foram aplicados na avaliação base, serão fundamentais para o modelo de avaliação financeira, pois eles definem o impacto que cada marca tem nas premissas de crescimento futuro. Conforme foi destacado no item anterior, os principais atributos das marcas mensurados passam a representar um catalisador das taxas de crescimento que serão aplicadas à avaliação de cada uma das mesmas. Marcas que obtém uma elevada avaliação no *Scorecard* da Marca possuem fundamentos e atributos que permitem maiores taxas de crescimento futuras, enquanto marcas que tenham um desempenho inferior no *Scorecard* da Marca devem apresentar taxas menos agressivas, pois os seus atributos individuais não se apresentam de forma tão representativa.

Em resumo, será por meio da aplicação dos fatores calculados pelo *Scorecard* da Marca que os valores das marcas serão mensurados e isolados do valor das empresas.

3.4.1. Determinando as Taxas de Desconto

Uma outra etapa chave em avaliações que utilizam os modelos baseados no FCD é a definição de qual taxa risco/desconto será utilizada para a capitalização dos fluxos. Para tal, optou-se pela utilização do custo médio ponderado do capital da empresa detentora da marca. O seu cálculo baseia-se no método proposto por Damodaran (1997) que permite identificar qual é a taxa de desconto adequada, segundo os parâmetros econômicos de mercado. Para tal, foi feito um levantamento dos principais índices financeiros históricos (taxas de juros de títulos do governo, taxas de juros internacionais, títulos da dívida externa, entre outros), além do β das empresas (calculado utilizando-se os

retornos históricos das ações correlacionados com o retorno da carteira de mercado, cuja *proxy* é o índice Ibovespa).

A primeira definição importante é que a taxa de desconto da empresa é a melhor *proxy* para se determinar a taxa de desconto da marca. Isto ocorre pois, na amostra escolhida, as empresas caracterizam-se por apenas uma marca forte. Isto permite afirmar que o risco da marca está intimamente ligado ao risco da empresa, possibilitando que ambos sejam medidos da mesma forma.

Para cada uma das marcas analisadas foram calculados os β que foram aplicados às demais variáveis (taxa livre de risco, retorno do mercado etc.) para que fossem definidas as taxas de desconto.

4. RESULTADOS DA PESQUISA

A metodologia, descrita no Capítulo 3, foi aplicada em uma amostra composta por quatro empresas privadas de capital aberto de forma a se identificar o valor da marca de cada uma. As empresas analisadas, neste estudo, situam-se em dois mercados distintos, a saber:

• Serviços Financeiros: Bancos Itaú e Unibanco;

• Alimentação: Sadia e Perdigão.

A análise de empresas de diferentes segmentos permite avaliar a flexibilidade da metodologia em adaptar-se às realidades particulares de cada indústria, bem como permite tecer comentários quanto à validade e aplicabilidade desta metodologia em geral.

Conforme previamente apontado, os direcionadores de valor específicos a cada marca são fundamentais na análise de seu valor. A literatura que aborda o tema aponta os vários benefícios que marcas fortes possuem em comparação com marcas de menor expressão e / ou produtos sem marcas (commodity), muito comum hoje nos mercados de produtos demandados por populações que possuem um menor poder aquisitivo.

As empresas da amostra foram analisadas, em detalhes, de forma a se mensurar os direcionadores de valor da marca bem como identificar a sua influência na geração de valor da empresa. A utilização do *Scorecard* da Marca, conforme apresentado no capítulo 3, possibilitou gerar o impacto financeiro que a marca tem na empresa por meio da verificação dos efeitos que estes direcionadores aportam na capacidade de geração de fluxos financeiros futuros em cada uma das empresas.

Uma vez identificadas as notas de cada um dos direcionadores analisados, as notas foram ponderados pelos seus respectivos pesos relativos, possibilitandos e identificar o fator pelo qual foram ajustados os fluxos de caixa de cada empresa de acordo com o indicado no item 3.3.2.2.

Após a aplicação destes fatores nos fluxos de caixa futuros de cada uma das empresas analisadas, foi possível segregar o valor que a marca aporta para o

negócio, constituindo-se então no que será denominado de valor financeiro da marca.

4.1. Mensuração do Valor da Marca

Com a utilização da metodologia proposta para se mensurar o valor deste ativo intangível, foi possível identificar o valor das marcas das quatro empresas da amostra.

Em resumo, as quatro avaliações geraram os seguintes valores para as marcas:

Tabela 6: Resumo do Cálculo do Valor da Marca

R\$MM	Valor da Marca (A)	Valor da Empresa (B)	(A) / (B) em %
ITAÚ	4.849	29.924	16,2%
UNIBANCO	1.585	7.795	20,3%
SADIA	674	2.756	24,5%
PERDIGÃO	481	1.130	42,6%

Como pode ser observado na Tabela 6, a aplicação da metodologia permitiu identificar o valor das marcas de cada uma das empresas avaliadas. Os valores das marcas pertencentes às empresas do mercado financeiro representam aproximadamente 20% do valor total das mesmas. Pode-se afirmar que, apesar de exercerem papel importante na criação de valor, as marcas não são as fontes mais significativas na geração do valor destas empresas.

No caso das empresas do setor alimentício, a participação da marca no valor total da empresa é muito mais relevante, o que indica uma maior dependência destas empresas a este ativo intangível. No caso específico da marca Perdigão, o fato desta representar quase 43% do valor da empresa aponta

para a importância que a gestão deste ativo deve ter para a alta administração da empresa.

Nos próximos itens serão detalhadas as avaliações individuais de cada marca, onde será possível tecer algumas observações adicionais à respeito deste ativo intangível, bem como avaliar a aplicabilidade da metodologia proposta.

4.1.1. Segmento de Serviços Financeiros

As empresas prestadoras de serviços financeiros possuem algumas características peculiares ao seu mercado de atuação. Apesar de oferecerem diversos produtos e serviços, estas instituições são caracterizadas, em geral, por uma marca bastante forte. Um dos principais atributos destas empresas é a confiança: o consumidor tem a necessidade de confiar em seu banco para manter seus negócios em uma determinada instituição. A marca passa a ser um importante instrumento para construir e manter um relacionamento com confiança, sem o qual um banco não consegue sobreviver.

Estas empresas também se destacam pela necessidade de possuírem sistemas de ponta no que diz respeito a sua informatização, a saber, sistema de segurança na base de dados dos clientes e sistema complexo de controle, que são imprescindíveis para o seu bom desempenho. Isto implica que os gastos de Pesquisa e Desenvolvimento podem ter um peso mais significativo nos resultados desta empresas e este tipo de investimento auxilia na construção de produtos e serviços confiáveis, insumo básico para marcas fortes.

Outra característica deste mercado é a forte competição entre as várias instituições existentes. A abertura do mercado brasileiro, na segunda metade dos anos noventa, permitiu a entrada de diversas empresas multinacionais, bem como possibilitou um movimento significativo de consolidação das instituições de capital nacional, que se aproveitaram desta situação para ampliarem ainda mais as suas participações no mercado após a privatização de diversos bancos estaduais.

A seguir serão apresentados os resultados das avaliações das marcas de duas das mais significantes instituições bancárias de capital nacional: Itaú e Unibanco.

4.1.1.1. Banco Itaú

4.1.1.1.1 Banco Itaú - Histórico

O Banco Itaú Holding Financeira S.A., fundado em 1945, teve ao longo dos primeiros 30 anos de existência um forte crescimento interno além de uma seqüência de fusões que o ajudaram na sua consolidação como instituição de grande porte. No final da década de setenta, o Itaú Holding deu os primeiros passos para sua atuação internacional, com a abertura das agências de Nova York e Buenos Aires. Ao final dos anos oitenta, o Banco foi um dos primeiros a transformar-se em banco múltiplo e estabeleceu-se como "Banco Eletrônico", evidenciando sua prioridade à tecnologia de ponta.

A partir de 1995 tem inicio uma nova fase de expansão por meio de aquisições, tanto de bancos privados (BFB - Banco Francês e Brasileiro) quanto de bancos estaduais durante os leilões de privatização. E, atualmente a presença e a solidez internacional do Banco Itaú Holding Financeira refletem-se em sua rede fora do Brasil: agências de Nova York e Cayman Island, do Banco Itaú Buen Ayre, dos escritórios de representação em Frankfurt e Miami, da subsidiária Itaubank e, ainda, do Banco Itaú Europa e Banco Itaú Europa Luxemburgo.

O Banco Itaú caracteriza-se por uma constante evolução na comunicação com seus mercados-alvo. Existe uma preocupação da empresa em manter fortes laços emocionais com seus consumidores, fato verificado pela natureza geralmente emotiva com que é feita a sua comunicação.

Percebe-se um grande esforço na construção da sua marca, evidenciado pelo grande destaque que ela tem nos meios de comunicação. O Itaú procura passar sempre uma imagem de inovação e de flexibilidade, sendo retratado como uma instituição moderna e capaz de atender as necessidades de diferentes públicos.

4.1.1.1.2. Resultados do Scorecard da Marca – Itaú

O primeiro passo para a obtenção do valor da marca Itaú foi a construção do seu *Scorecard* da Marca. A Tabela 7 apresenta as notas obtidas pelos direcionadores analisados bem como os pesos relativos que foram utilizadas no cálculo dos fatores a serem aplicadas à cada um dos três sub-grupos de influência (receitas, custos operacionais e gastos de *marketing*).

Tabela 7: Scorecard da Marca Itaú - Resultados

Atributos que impactam	Receitas		Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
Participação de Mercado	$PART_i$	AR_{I}	16,5%	0,17	0,08
Share of Mind da Marca	SM_i	AR_2	13,0%	0,13	0,06
Share of Voice da Categoria	SV_i	AR_3	38,4%	0,38	0,19
Gastos c/ Mktg - % de vendas	$PGM_{i,t}$	AR_4	0,8%	0,74	0,37
Idade da Marca	ICV_i	AR_{5}	59	0,30	0,15
Evolução histórica	EH_i	AR_6	3	0,30	0,15
		ΣAR_i		2,02	
Atributos que impactam Cu	stos Dire	tos	Valor	Nota do	Peso
Operacionais			Obtido	Atributo	Relativo
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa			Obtido		
	Alcance	AC_1	Obtido 4	Atributo	Relativo
Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_1	Obtido 4	Atributo 0,80	Relativo 0,58
Alcance Geográfico da Empresa	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4	Atributo 0,80 0,58	Relativo 0,58
Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4 0,4% Valor Obtido	Atributo 0,80 0,58 1,38 Nota do	Relativo 0,58 0,42 Peso
Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas Atributos que impactam Cust	Alcance PPD i.i os Come	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4 0,4% Valor Obtido 8	Atributo 0,80 0,58 1,38 Nota do Atributo	Relativo 0,58 0,42 Peso Relativo

Os indicadores mensurados pelo *Scorecard* da Marca para o Itaú possibilitam algumas conclusões a respeito do Banco e de seu mercado de atuação. Podese observar a grande preocupação do Itaú em construir e fortalecer sua imagem de marca perante seus consumidores, fato evidenciado pelo significativo *share of voice* em 2003 (38,4%). Apesar deste aspecto, os resultados de *share of mind*, 13%, são baixos quando comparados com dois outros concorrentes: Banco do Brasil com 36% e Bradesco com 26%⁶.

⁶ Valores obtidos no estudo realizado pela Datafolha "TOP of MIND: As marcas campeãs 2004", publicado em outubro/2004.

79

É possível inferir que apesar dos altos investimentos efetuados pela empresa, a marca Itaú aparentemente permanece limitada a um menor segmento de mercado.

Observa-se também a alta competitividade existente neste mercado, fato comprovado pela pulverização da sua participação de mercado e pelo elevado número de competidores diretos. Em contrapartida, a presença internacional do banco possibilita a obtenção de ganhos em seus custos diretos, pelas facilidades obtidas em diversos mercados bem como nas possibilidades de obtenção de recursos externos a taxas mais atrativas.

Após a identificação dos pesos relativos, os valores obtidos foram ponderados e resultaram em fatores que indicam o quanto à marca Itaú influencia as principais variáveis de fluxo de caixa do Banco Itaú. A Tabela 8 apresenta o resultado destes três fatores ponderados.

Tabela 8: Scorecard da Marca Itaú - Fatores Ponderados

	Fatores Ponderados
Impacto em Receitas	0,46
Impacto em Custos Diretos	0,71
Impacto em Custos Comerciais	0,79

A marca Itaú exerce significativa influência nas taxas de crescimento futuro das receitas do Banco. No entanto, os resultados indicam que a marca exerce maiores impactos nos custos operacionais nos custos comerciais. Isto se deve pelo montante de investimento de Pesquisa e Desenvolvimento em relação à média de empresas do Segmento Financeiro e à quantidade de anos que a empresa esteve entre as líderes de mercado.

4.1.1.1.3. Cálculo do Valor da Marca

O cálculo do valor base da empresa foi determinado ao se projetar os seus fluxos de caixa futuros a partir das tendências de crescimento das principais variáveis financeiras. A Tabela 9 apresenta a projeção do DRE do Banco Itaú para os anos de 2004-2008.

Tabela 9: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Itaú

<u>Itaú</u> (dados Consolidados) PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS					
(dadoo osiloolidadoo)	2004	<u>2005</u>	2006	2007	2008
Receitas Intermediação Financeira	15.177.807	15.891.941	16.639.676	17.422.593	18.242.347
Resultado Operacional de Crédito	7.513.931	7.867.470	8.237.644	8.625.235	9.031.063
Resultado Operacional de Arrendamento	257.275	269.380	282.055	295.326	309.221
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	5.154.180	5.396.690	5.650.611	5.916.479	6.194.856
Resultado Aplicação Compulsória	970.158	1.015.805	1.063.600	1.113.643	1.166.042
Resultado de Câmbio	71.373	74.731	78.248	81.929	85.784
Outras Receitas Operacionais	1.210.891	1.267.864	1.327.519	1.389.980	1.455.381
Despesas Intermediação Financeira	5.198.274	5.262.116	5.326.742	5.392.161	5.458.384
Captação no Mercado	4.470.757	4.525.664	4.581.245	4.637.509	4.694.463
Empréstimos/Cessões/Repasses	(1.642.118)	(1.662.285)	(1.682.700)	(1.703.366)	(1.724.286)
Provisão Credores Líquida Duvidosa	2.234.127	2.261.565	2.289.340	2.317.456	2.345.918
Outras Despesas Operacionais	135.508	137.172	138.857	140.562	142.289
Resultado Bruto Intermedição Financeira	9.979.533	10.629.825	11.312.934	12.030.432	12.783.963
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(3.453.651)	(3.337.058)	(3.211.552)	(3.076.671)	(2.931.932)
Receitas de Serviços Bancários	5.362.126	5.614.421	5.878.586	6.155.180	6.444.789
Despesas de Pessoal	3.213.181	3.252.644	3.292.590	3.333.028	3.373.962
Despesas Administrativas	4.520.211	4.575.725	4.631.921	4.688.807	4.746.392
Despesas Marketing	162.622	164.619	166.641	168.687	170.759
Impostos Diversos	1.170.855	1.225.945	1.283.627	1.344.023	1.407.261
Equivalência Patrimonial	26.129	27.831	29.620	31.498	33.471
Outras Receitas/Despesas Operacionais	224.963	239.622	255.021	271.196	288.182
Outras Receitas Operacionais	1.035.975	1.103.482	1.174.396	1.248.879	1.327.103
Outras Despesas Operacionais	811.012	863.860	919.374	977.684	1.038.921
Lucro Operacional	6.525.882	7.292.767	8.101.382	8.953.761	9.852.031
Resultado não Operacional	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)
Despesas Não Operacional	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)
Lucro Antes do Imposto Renda	5.749.629	6.516.514	7.325.129	8.177.508	9.075.778
Provisão Imposto de Renda	2.002.489	2.269.581	2.551.206	2.848.074	3.160.925
Partic/Contrib Estatutária	336.676	381.582	428.931	478.843	531.442
Participações Estatutárias	336.676	381.582	428.931	478.843	531.442
Participação Acionistas Minoritários	9.214	9.214	9.214	9.214	9.214
Lucro Liquido	3.401.250	3.856.138	4.335.778	4.841.377	5.374.197

A partir das projeções dos demonstrativos de resultados (DRE) do banco, foram determinados os fluxos de caixa para o mesmo período. Ajustaram-se os fluxos para que estes refletissem os impactos da variação no seu capital de giro. Adicionalmente, definiu-se que as empresas manteriam o mesmo nível de investimento histórico que vinham praticando. E, finalmente, como as decisões de financiamento são feitas pela empresa já levando em conta o impacto de seus ativos intangíveis, optou-se por não detalha-las nos fluxos projetados.

A Tabela 10 apresenta o fluxo de caixa base do Banco Itaú, que aponta o seu valor projetado.

Tabela 10: Cálculo do Valor do Banco Itaú

<u>Itaú</u> Fluxo de Caixa Livre (R\$MM)				AVALI	AÇÃO BASE
` ' '	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Resultado Operacional	3.401	3.856	4.336	4.841	5.374
(+) Depreciação/Amortização	517	517	517	517	517
(-) Outros Ajustes					
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(85)	(89)	(93)	(98)	(102)
ORIGEM DOS RECURSOS	48	35	37	38	40
Fornecedores	13	13	13	14	14
Impostos, taxas e Contribuições	35	22	23	25	26
, ,					
FCaixa Operacional antes de investimentos	3.881	4.319	4.796	5.299	5.828
(-) Investimentos	(646)	(646)	(646)	(646)	(646)
Fluxo de Caixa das Operações	3.235	3.673	4.150	4.653	5.182
Fluxo Descontável	3.235	3.673	4.150	4.653	5.182

Ava	liação				
Valor Present	te dos Fluxos	12.501			
	Perpetuidade	17.424			
Valor Total	da Empresa	29.924			
Parâmetros	WACC	18,2%			
	g	3,0%			

O valor total da empresa, calculado segundo a metodologia do FCD, é de aproximadamente R\$ 30 bilhões de reais. Este valor está muito próximo do valor de mercado do Banco em 31/12/2003, que apontava para um valor de R\$ 32,5 bilhões. Uma possível explicação desta diferença pode ser atribuída às expectativas do mercado quanto aos resultados financeiros do Banco, uma vez que os dados utilizados como ponto de partida (dados de 31/12/2003) apenas foram publicados no primeiro trimestre de 2004.

Para se obter o valor da marca, foi preciso determinar o efeito que os fatores ponderados por meio dos dados mensurados pelo *Scorecard* da Marca Itaú exercem nos fluxos de caixa da empresa. Uma vez aplicados estes fatores nas projeções de crescimento para os anos projetados, foi possível obter uma nova evolução dos fluxos de caixa futuros, o que permitiu mensurar um novo valor

para o Banco Itaú, conforme os dados apresentados nas Tabelas 11 e 12 a seguir.

Tabela 11: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao Scorecard da Marca-Itaú

<u>ltaú</u>	<u>aú</u> projeção do demonstrativo de resultados				
(dados Consolidados)	(após aplicação do	s Fatores do Scor	ecard da marca)		
	2004	2005	2006	2007	2008
Receitas Intermediação Financeira	14.963.810	15.446.968	15.945.727	16.460.590	16.992.077
Resultado Operacional de Crédito	7.407.989	7.647.182	7.894.097	8.148.985	8.412.104
Resultado Operacional de Arrendamento	253.648	261.838	270.292	279.019	288.028
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	5.081.509	5.245.583	5.414.955	5.589.796	5.770.281
Resultado Aplicação Compulsória	956.479	987.363	1.019.243	1.052.153	1.086.125
Resultado de Câmbio	70.367	72.639	74.984	77.406	79.905
Outras Receitas Operacionais	1.193.818	1.232.364	1.272.156	1.313.231	1.355.634
Despesas Intermediação Financeira	5.198.022	5.261.605	5.325.966	5.391.114	5.457.059
Captação no Mercado	4.470.540	4.525.224	4.580.577	4.636.608	4.693.323
Empréstimos/Cessões/Repasses	(1.642.038)	(1.662.124)	(1.682.455)	(1.703.035)	(1.723.867)
Provisão Credores Líquida Duvidosa	2.234.019	2.261.346	2.289.007	2.317.006	2.345.348
Outras Despesas Operacionais	135.501	137.159	138.837	140.535	142.254
Resultado Bruto Intermedição Financeira	9.765.788	10.185.364	10.619.761	11.069.476	11.535.018
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(3.512.921)	(3.465.316)	(3.414.204)	(3.359.449)	(3.300.907)
Receitas de Serviços Bancários	5.286.524	5.457.217	5.633.423	5.815.317	6.003.085
Despesas de Pessoal	3.213.025	3.252.328	3.292.111	3.332.380	3.373.142
Despesas Administrativas	4.519.991	4.575.281	4.631.246	4.687.896	4.745.239
Despesas Marketing	162.614	164.603	166.617	168.655	170.718
Impostos Diversos	1.154.346	1.191.618	1.230.094	1.269.812	1.310.812
Equivalência Patrimonial	25.569	26.668	27.805	28.982	30.201
Outras Receitas/Despesas Operacionais	224.963	234.629	244.635	254.995	265.719
Outras Receitas Operacionais	1.035.975	1.080.485	1.126.567	1.174.273	1.223.659
Outras Despesas Operacionais	811.012	845.856	881.931	919.279	957.940
Lucro Operacional	6.252.867	6.720.047	7.205.557	7.710.028	8.234.112
Resultado não Operacional	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)
Despesas Não Operacional	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)	(776.253)
Lucro Antes do Imposto Renda	5.476.614	5.943.794	6.429.304	6.933.775	7.457.859
Provisão Imposto de Renda	1.907.403	2.070.113	2.239.207	2.414.905	2.597.434
Partic/Contrib Estatutária	320.689	348.045	376.475	406.015	436.703
Participações Estatutárias	320.689	348.045	376.475	406.015	436.703
Participação Acionistas Minoritários	9.214	9.214	9.214	9.214	9.214
Lucro Liquido	3.239.308	3.516.422	3.804.408	4.103.641	4.414.508

Tabela 12: Cálculo do Valor do Banco Itaú Ajustado ao Scorecard da Marca

<u>Itaú</u> AVALIAÇÃO APÓS <i>SCOREC</i> Fluxo de Caixa Livre (R\$MM)					
Tiaxo de Caixa Elvie (Rapini)	<u>2004</u>	2005	2006	2007	2008
Resultado Operacional	3.239	3.516	3.804	4.104	4.415
(+) Depreciação/Amortização	517	517	517	517	517
(-) Outros Ajustes					
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(59)	(60)	(62)	(64)	(66)
ORIGEM DOS RECURSOS	40	27	27	28	29
Fornecedores	13	13	13	14	14
Impostos, taxas e Contribuições	27	14	14	15	15
FCaixa Operacional antes de investimentos	3.737	4.000	4.286	4.584	4.894
(-) Investimentos	(689)	(689)	(689)	(689)	(689)
Huxo de Caixa das Operações	3.048	3.310	3.597	3.895	4.205
Huxo Descontável	3.048	3.310	3.597	3.895	4.205

Aval	iação					
Valor Presente	e dos Fluxos	10.938				
Р	erpetuidade	14.137				
Valor Total d	Valor Total da Empresa 25.075					
_						
Parâmetros	18,2%					
	g	3,0%				

Conforme foi indicado no Capítulo 3, os fatores aplicados ao fluxo permitem isolar o impacto que exerce a marca Itaú nos fluxos de caixa futuro da empresa. Uma vez isolados estes efeitos, a nova projeção de valor para o Banco Itaú deixa de conter o impacto financeiro que a marca Itaú aporta para o valor do Banco.

Pode-se observar este efeito de maneira mais clara por meio de visualização gráfica do comportamento da variável receita em ambas projeções de DRE para o Banco Itaú. Conforme fica evidenciado na Figura 11, a seguir, ao aplicar-se o fator de receitas obtido pelo *Scorecard* da Marca Itaú às projeções futuras, a inclinação da reta que representa a evolução das receitas diminui. Esta queda representa a retirada do efeito positivo que a marca Itaú aporta para as receitas do Banco.

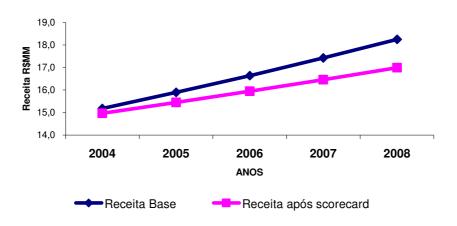


Figura 10: Evolução das Receitas - Banco Itaú

O mesmo ocorre quando se aplicam os fatores do *Scorecard* da Marca que afetam custos diretos e custos administrativos e de vendas. Ao aplicarem-se os respectivos fatores, as curvas de crescimento destas variáveis passam a refletir o resultado de se expurgar os benefícios gerados pela marca.

Como as demais variáveis permaneceram inalteradas, isto é, o efeito financeiro dos demais ativos tangíveis e intangíveis permanecem iguais, o valor da marca Itaú pode ser isolado, conforme Tabela 13 a seguir.

Tabela 13: Valor da Marca Itaú

	R\$ MM
Valor da Empresa	29.924
Valor da Empresa após Scorecard	25.075
Valor da Marca "Itaú"	4.849

Aplicando-se a metodologia proposta neste trabalho, o valor obtido para a marca ITAÚ foi de R\$ 4,9 bilhões, o que representa 16% do valor total da empresa.

4.1.1.2. Banco Unibanco

4.1.1.2.1. Banco Unibanco - Histórico

Inaugurado em 1924, na cidade de Poços de Caldas, o Unibanco é uma das instituições financeiras mais antigas do país. Os primeiros 50 anos foram marcados pelo crescimento interno e a partir de 1980 tem início a expansão internacional do Banco com a instalação da primeira agência do Unibanco no exterior, na cidade de Nova York, nos Estados Unidos. A segunda unidade foi instalada pouco depois, em Grand Cayman, no Caribe.

Em 1989, o Unibanco é transformado em Banco Múltiplo, e inicia um processo de segmentação de clientes e mercados. Uma das principais iniciativas do Banco é o lançamento do conceito Unibanco 30 Horas, que consolida uma mudança no formato de atendimento do setor. Em 1993 é inaugurado o novo centro de processamento de dados em São Paulo, que aumenta em 40% a capacidade de operações e garante a disponibilidade dos serviços 24 horas por dia, 365 dias por ano.

O Unibanco lança na Bolsa de Valores de Nova York, em maio de 1997, as *Units*, certificados que reúnem ações preferenciais do Unibanco e da Classe B da Unibanco Holdings. Foi a primeira colocação de papéis de um banco brasileiro em *Wall Street*⁷ e a maior operação do gênero realizada por um banco latino-americano alcançando o montante de U\$ 1,1.

Ainda em 1997 o Unibanco lança o Unibanco.com, o seu moderno e seguro Internet Banking, e também inaugurar um novo modelo de atendimento para a sua rede de agências, que passa a ser estruturado em quatro segmentos: UniClass, Exclusivo, Especial e Pessoa Jurídica.

Hoje, o Unibanco conta com aproximadamente 13 milhões de correntistas e 1.396 pontos-de-venda em todo o território nacional. A imagem do banco tem sido construída com base na diversificação de produtos ao longo das últimas décadas, e na internacionalização para alguns mercados-chave no exterior.

86

⁷ *Wall Street*: Nome pelo qual é conhecido o centro financeiro dos Estados Unidos, localizado na cidade de Nova York.

A comunicação da marca é bastante significativa, focando seu apelo no uso de personagens que representam clientes do banco. Essa e outras ações mercadológicas promovidas pelo Banco rendeu, entre outros, o prêmio "Marketing Best do Século", concedido pela Editoria Referência, Fundação Getúlio Vargas e Madiamundo Marketing.

4.1.1.2.2. Resultados do *Scorecard* da Marca

Os dados mensurados e apresentados no *Scorecard* da Marca do Unibanco permitem apontar uma evidente preocupação do banco em fortalecer sua imagem de marca. A Tabela 14 resume as notas e pesos relativos, obtidos para cada um dos direcionadores analisados.

Tabela 14: Scorecard da Marca Unibanco - Resultados

Atributos que impactam	Receitas	;	Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
Participação de Mercado	$PART_i$	AR_{J}	13,8%	0,14	0,12
Share of Mind da Marca	SM_i	AR_2	2,0%	0,02	0,02
Share of Voice da Categoria	SV_i	AR_3	9,4%	0,09	0,08
Gastos c/ Mktg - % de vendas	$PGM_{i,t}$	AR_4	0,4%	0,33	0,28
ldade da Marca	ICV_i	AR_{5}	80	0,40	0,34
Evolução histórica	EH_i	AR_{6}	2	0,20	0,17
<u>'</u>		ΣAR_i		1,18	
Atributos que impactam Cu	ıstos Dire	tos	Valor	Nota do	Peso
Atributos que impactam Cu Operacionais	ıstos Dire	tos	Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
			Obtido		
. Operacionais	Alcance	AC_I	Obtido 4	Atributo	Relativo
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_I	Obtido 4	Atributo 0,80	Relativo 0,76
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_1 AC_2	Obtido 4	Atributo 0,80 0,26	Relativo 0,76
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4	Atributo 0,80 0,26	Relativo 0,76
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4 0,2%	Atributo 0,80 0,26 1,06	Relativo 0,76 0,24
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i rciais	Obtido 4 0,2% Valor Obtido	Atributo 0,80 0,26 1,06	Relativo 0,76 0,24 Peso
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas Atributos que impactam Cust	Alcance PPD _{i.i}	AC_1 AC_2 $\mathcal{E}AC_i$ rciais	Obtido 4 0,2% Valor Obtido 0	Atributo 0,80 0,26 1,06 Nota do Atributo	Relativo 0,76 0,24 Peso Relativo

Com base nestes dados, pode-se perceber que a marca Unibanco, apesar da sua longa história e dos esforços e investimentos despendidos na sua construção, apresenta um baixo índice de lembrança (*share of mind*) por parte dos consumidores, o que reduz os benefícios que a marca aporta para o

negócio. Adicionalmente, em termos comparativos, sua participação de mercado e *share of voice* da marca não aportam suficiente valor para a empresa

Após a identificação dos pesos relativos, os valores obtidos de cada variável são ponderados de forma a se definir o fator que indica o quanto a marca Unibanco influencia as principais variáveis de fluxo de caixa do Banco Unibanco. A Tabela 15 apresenta o resultado dos três fatores ponderados.

Tabela 15: Scorecard da Marca Unibanco - Fatores Ponderados

	Fatores Ponderados
Impacto em Receitas	0,28
Impacto em Custos Diretos	0,67
Impacto em Custos Comerciais	0,01

A marca Unibanco apresenta fatores ponderados que exercem pouca influência nas taxas de crescimento futuro das receitas do Banco e quase nenhuma influência nos custos comerciais. Já, no que diz respeito aos custos diretos, o impacto da marca é mais significativo devido à internacionalidade do banco, o que permite a obtenção de taxas mais atrativas no mercado externo. O Unibanco, por não ter ocupado nos últimos anos uma posição de liderança no mercado, não assume ganhos expressivos em seus custos administrativos de vendas para o futuro, mais marcadamente nas despesas de comerciais.

4.1.1.2.3. Cálculo do Valor da Marca

Com base nos dados históricos, foi projetado o demonstrativo de resultado para os próximos cinco anos, de 2004 a 2008, insumo básico na obtenção dos fluxos de caixa do Unibanco, conforme observado na Tabela 16 a seguir:

Tabela 16: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Unibanco

Unibanco (dados Consolidados)	PROJEÇÃO DO	DEMONSTRA	TIVO DE RESUI	TADOS	
,	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	2008
Receitas Intermediação Financeira	13.142.935	14.320.139	15.602.785	17.000.317	18.523.025
Resultado Operacional de Crédito	8.250.456	8.989.444	9.794.623	10.671.921	11.627.798
Resultado Operacional de Arrendamento	93.585	101.968	111.101	121.052	131.895
Resultado de Títulos Valores Mobiliários	4.050.976	4.413.820	4.809.163	5.239.917	5.709.253
Resultado Aplicação Compulsória	568.797	619.743	675.253	735.735	801.635
Resultado de Câmbio	179.121	195.165	212.645	231.692	252.444
Despesas Intermediação Financeira	7.147.433	7.787.624	8.485.157	9.245.167	10.073.251
Captação no Mercado	4.779.369	5.207.454	5.673.883	6.182.089	6.735.814
Empréstimos/Cessões/Repasses	737.651	803.722	875.711	954.148	1.039.610
Provisão Credores Líquida Duvidosa	1.630.413	1.776.448	1.935.563	2.108.931	2.297.826
Resultado Bruto Intermedição Financeira	5.995.502	6.532.515	7.117.628	7.755.150	8.449.774
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(4.297.129)	(4.682.020)	(5.101.385)	(5.558.313)	(6.056.168)
Receitas de Serviços Bancários	3.092.355	3.369.335	3.671.124	3.999.945	4.358.217
Despesas de Pessoal	1.992.251	2.170.696	2.365.124	2.576.966	2.807.784
Despesas Administrativas	3.163.689	3.447.059	3.755.809	4.092.215	4.458.752
Despesas Marketing	61.581	67.096	73.106	79.654	86.789
Impostos Diversos	704.680	767.798	836.569	911.500	993.142
Equivalência Patrimonial	304	332	361	394	429
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(1.467.587)	(1.599.038)	(1.742.263)	(1.898.316)	(2.068.347)
Outras Receitas Operacionais	3.673.800	4.002.860	4.361.394	4.752.041	5.177.679
Outras Despesas Operacionais	5.141.387	5.601.898	6.103.657	6.650.358	7.246.026
Lucro Operacional	1.698.373	1.850.495	2.016.243	2.196.836	2.393.606
Resultado não Operacional	10.522	10.522	10.522	10.522	10.522
Receitas Não Operacional	81.227	81.227	81.227	81.227	81.227
Despesas Não Operacional	(70.705)	(70.705)	(70.705)	(70.705)	(70.705)
Lucro Antes do Imposto Renda	1.708.895	1.861.017	2.026.765	2.207.358	2.404.128
Provisão Imposto de Renda	231.747	252.377	274.854	299.345	326.029
IR Diferido	207.916	226.424	246.591	268.563	292.503
Partic/Contrib Estatutária	202.258	220.262	239.879	261.254	284.542
Participações Estatutárias	202.258	220.262	239.879	261.254	284.542
Participação Acionistas Minoritários	144.609	144.609	144.609	144.609	144.609
Lucro Liquido	922.365	1.017.345	1.120.832	1.233.588	1.356.444

O valor da empresa foi obtido por meio da utilização do método de FCD, considerando-se um período de 5 anos. Os resultados operacionais foram incorporados aos fluxos e estes foram ajustados de modo a refletir a variação no capital de giro. Do mesmo modo que no caso do Banco Itaú, definiu-se que o Unibanco manteria o mesmo nível de investimento histórico que vinha praticando.

A Tabela 17 apresenta o fluxo de caixa base do Banco Unibanco e o seu valor total obtido pela aplicação do método de FCD.

Tabela 17: Cálculo do Valor do Banco Unibanco

<u>Unibanco</u> Fluxo de Caixa Livre ('000)				AVALIA	AÇÃO BASE
Resultado Operacional (+) Depreciação/Amortização (-) Outros Ajustes	<u>2004</u>	2005	2006	2007	2008
	922	1.017	1.121	1.234	1.356
	293	293	293	293	293
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(135)	(147)	(160)	(175)	(190)
Créditos	(135)	(147)	(160)	(175)	(190)
ORIGEM DOS RECURSOS	114	94	102	111	121
Fornecedores	117	92	100	109	119
Impostos, taxas e Contribuições	(2)	2	2	2	2
FCaixa Operacional antes de investimentos	1.195	1.257	1.355	1.463	1.580
(-) Investimentos	(345)	(<mark>345)</mark>	(345)	(345)	(345)
Fluxo de Caixa das Operações	850	912	1.011	1.118	1.235
Fluxo Descontável	850	912	1.011	1.118	1.235

Ava	liação	
Valor Presen	te dos Fluxos	3.171
	Perpetuidade	4.624
Valar Takal		
valor i otal	da Empresa	7.795
valor i otal	da Empresa	7.795
Valor Total	WACC	17,2%

Novamente, foi observada uma pequena diferença entre o valor total da empresa obtida pela análise de FCD quando comparado ao valor de mercado em 31/12/2003. O valor da ação, nesta data, apontava para um valor total para o Unibanco R\$ 0,5 bilhão maior do que o calculado de aproximadamente R\$ 8,3 bilhões de reais.

O valor da marca "Unibanco" foi obtido após a aplicação dos seus fatores ponderados, mensurados pelo *Scorecard* da Marca nas taxas de crescimento utilizadas na determinação do valor base da empresa. Uma vez aplicados estes fatores nas projeções de crescimento para os anos futuros, foram obtidas novas projeções para os demonstrativos de resultado dos anos de 2004 a 2008 e para o valor da empresa sem o efeito da marca "Unibanco", conforme dados presentes nas Tabelas 18 e 19 a seguir.

Tabela 18: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao Scorecard da Marca – Unibanco

Unibanco PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS (dados Consolidados) (após aplicação dos Fatores do Scorecard da marca) 2004 2005 2006 2007 2008 Receitas Intermediação Financeira 12.903.805 13.803.784 14.766.531 15.796.425 16.898.150 Resultado Operacional de Crédito 8.100.343 8.665.302 9.269.665 9.916.180 10.607.786 Resultado Operacional de Arrendamento 91.883 98.291 105.146 112.480 120.325 Resultado de Títulos Valores Mobiliários 3.977.271 4.254.666 4.551.409 4.868.848 5.208.426 Resultado Aplicação Compulsória 558.448 597.397 639.062 683.634 731.314 Resultado de Câmbio 175.862 188.127 201.248 215.284 230.299 Despesas Intermediação Financeira 6.900.986 7.523.651 8.203.909 8.947.195 9.759.469 Captação no Mercado 4.640.380 5.105.379 5.616.974 6.179.834 6.799.097 Empréstimos/Cessões/Repasses 704.178 753.291 805.829 862 032 922.155 Provisão Credores Líquida Duvidosa 1.556.428 1.664.981 1.781.106 1.905.329 2.038.217 Resultado Bruto Intermedição Financeira 6.002.820 6.280.133 6.562.622 6.849.230 7.138.681 Outras Receitas/Despesas Operacionais **/4 481 59**5 3.474.365 3.036.091 3.247.844 3.716.685 3.975.906 Receitas de Servicos Bancários Despesas de Pessoal 1.931.955 2.066.700 2.210.842 2.365.038 2.529.988 Despesas Administrativas 3.104.524 3.321.049 3.552.676 3.800.458 4.065.522 Despesas Marketing 60 429 64 644 69 152 73 975 79 135 Impostos Diversos 691 859 791 732 846 951 740.113 906 022 Equivalência Patrimonial 348 399 304 326 373 Outras Receitas/Despesas Operacionais (1.469.378)(1.537.260)(1.606.408)(1.676.564)(1.747.416)Outras Receitas Operacionais 3.678.284 3.848.211 4.021.309 4.196.930 4.374.294 Outras Despesas Operacionais 5.147.663 5.385.470 5.873.494 5.627.716 6.121.711 Lucro Operacional 1.781.070 1.806.525 1.803.301 1.786.903 1.798.537 Resultado não Operacional 10.522 10.522 10.522 10.522 10.522 Receitas Não Operacional 81.227 81.227 81.227 81.227 81.227 (70.705)Despesas Não Operacional (70.705)1.817.047 .813.823 Lucro Antes do Imposto Renda Provisão Imposto de Renda 242.962 245.331 246.414 245.977 243.753 IR Diferido 217.978 220.103 221.075 220.683 218.687 Partic/Contrib Estatutária 212.045 214.113 215.058 214.676 212.736 Participações Estatutárias 212.045 214.113 215.058 214.676 212.736

Tabela 19: Cálculo do Valor do Banco Unibanco Ajustado ao Scorecard da Marca

144.609

984.904

144.609

144.609

987.879

144.609

977.640

144.609

Participação Acionistas Minoritários

Lucro Liquido

<u>Unibanco</u> Fluxo de Caixa Livre ('000)			AVALIAÇÂ	ÁO APÓS <i>S</i>	CORECARD
Fluxo de Caixa Livie (000)	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	2007	2008
Resultado Operacional	974	985	990	988	978
(+) Depreciação/Amortização	293	293	293	293	293
(-) Outros Ajustes					
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(105)	(112)	(120)	(129)	(138)
Créditos	(105)	(112)	(120)	(129)	(138)
ORIGEM DOS RECURSOS	85	81	88	95	103
Fornecedores	86	81	88	95	104
Impostos, taxas e Contribuições	(1)	0	0	(0)	(0)
FCaixa Operacional antes de investimentos	1.246	1.247	1.250	1.247	1.236
(-) Investimentos	(345)	(345)	(345)	(345)	(345)
Fluxo de Caixa das Operações	902	902	906	903	892
Fluxo Descontável	902	902	906	903	892

Ava	liação			
Valor Presen	te dos Fluxos	2.873		
	3.337			
Valor Total	Valor Total da Empresa 6.210			
=				
Parâmetros	WACC	17,2%		
	l g	3,0%		

Conforme foi indicado no capítulo 3, os fatores aplicados ao fluxo permitem isolar o impacto que as marcas exercem nos fluxos de caixa da empresa. Uma vez isolados, o novo valor calculado para o Unibanco apresenta-se sem os impactos que a marca Unibanco gera, conforme aponta a Tabela 20.

Tabela 20: Valor da Marca Unibanco

	R\$ MM
Valor da Empresa	7.795
Valor da Empresa após Scorecard	6.210
Valor da Marca "Unibanco"	1.585

4.1.2. Empresas de Alimentos

A Indústria de Alimentos no Brasil é caracterizada, como em alguns outros segmentos, pela participação de diversos grupos empresariais, a destacar:

- 1) Empresas multinacionais de capital estrangeiro, que atuam com marcas globais e forte investimento mercadológico;
- Empresas de capital nacional, que possuem marcas regionais fortes e base de exportação para diversos países;
- Empresas regionais de capital nacional, que atuam nos mercados com marcas locais que geralmente possuem baixa penetração em mercados nacionais.

Este mercado, como os demais de bens de consumo não-duráveis, é fortemente dependente dos canais de venda direto (supermercados, hipermercados, clubes de compras etc.), de distribuidores de atacado além de distribuidores regionais que levam estes produtos às diversas regiões do país.

Estes canais de venda são também responsáveis por um fenômeno mercadológico importante que são as "marcas próprias". Estes produtos são adquiridos pelos canais de distribuição diretamente dos fornecedores e vendidos com um marca genérica do próprio estabelecimento a um preço

significativamente menor. Estas marcas constituem um grande fator de competição para as empresas deste segmento.

4.1.2.1. Perdigão

4.1.2.1.1. Perdigão - Histórico

Inaugurada em 1934 em Santa Catarina, a Perdigão é hoje uma das maiores companhias de alimentos da América Latina. Hoje, está entre as grandes empregadoras do país com 29 mil funcionários, mantém parceria com cerca de 5.800 produtores integrados e exporta seus produtos para mais de 90 países. Companhia de capital aberto, é controlada desde 1994 por um grupo de fundos de pensão. Sua gestão é totalmente profissionalizada. Foi a primeira empresa brasileira de alimentos a lançar ações (ADRs) na Bolsa de Nova York. Em 2001, fez parte do primeiro grupo de empresas a aderir ao Nível I de Governança Corporativa da Bovespa.

Com receita líquida de R\$ 3,8 bilhões, registrada em 2003, atua na produção, no abate de aves e suínos e no processamento de produtos industrializados, elaborados e congelados de carne, além dos segmentos de massas prontas, tortas, pizzas, folhados e vegetais congelados. Sua capacidade instalada é de abater 9 milhões de cabeças de aves/semana e 64 mil cabeças de suínos / semana, e frigorificar 570 mil toneladas de carne de aves por ano e 450 mil toneladas de carnes de suínos / ano.

A empresa possui 13 unidades industriais de carnes - localizadas no Rio Grande do Sul, Paraná, Santa Catarina e Goiás - e uma rede de distribuição formada por 18 centros próprios e 10 terceirizados. No exterior, mantém escritórios comerciais na Europa e Oriente Médio e um centro de operações na Holanda.

A empresa tem participação expressiva nos segmentos de industrializados (lingüiça, salsicha, presuntaria, mortadela e outros) e congelados de carne (hambúrguer, almôndegas, quibes, cortes e outros), com um *market share* de 23,9% e 34,7%, respectivamente, no acumulado de 2004, de acordo com medição Nielsen. Essa posição vem sendo mantida desde o final do ano

passado. No segmento pratos prontos/massas, a participação é de 29,2%, de acordo com medição feita no bimestre fevereiro/março de 2004.

4.1.2.1.2. Resultados do *Scorecard* da Marca

A análise dos dados secundários permitiu elaborar o *Scorecard* da Marca Perdigão e os resultados estão apontados na Tabela 21 a seguir:

Tabela 21: Scorecard da Marca Perdigão - Resultados

Atributos que impactam	Receitas		Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
Participação de Mercado	$PART_i$	AR_{1}	18,0%	0,18	0,09
Share of Mind da Marca	SM_i	AR_2	10,0%	0,10	0,05
Share of Voice da Categoria	SV_i	AR_3	3,4%	0,03	0,02
Gastos c/ Mktg - % de vendas	$PGM_{i,t}$	AR_4	1,2%	0,24	0,13
ldade da Marca	ICV_i	AR_5	70	0,35	0,18
Evolução histórica	EH_i	AR_6	10	1,00	0,53
		ΣAR_i		1,90	
Atributes are increastons Or		_			_
Atributos que impactam Cu Operacionais	istos Dire	tos	Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
			Obtido	Atributo 0,80	Relativo 0,51
Operacionais	Alcance	AC_{I}	Obtido 4	Atributo 0,80 0,76	Relativo
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_{I}	Obtido 4	Atributo 0,80	Relativo 0,51
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4	Atributo 0,80 0,76	Relativo 0,51
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4 0,6% Valor Obtido	Atributo 0,80 0,76 1,56 Nota do	Relativo 0,51 0,49 Peso
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas Atributos que impactam Cust	Alcance PPD _{i,i}	AC_1 AC_2 ΣAC_i rciais	Obtido 4 0,6% Valor Obtido 5	Atributo 0,80 0,76 1,56 Nota do Atributo	Relativo 0,51 0,49 Peso Relativo

O forte crescimento das vendas internas bem como das exportações, somado aos demais indicadores de força da marca refletidos na alta participação de mercado, resultam em notas altas para estes indicadores. Apesar de uma certa pulverização de mercado, com vários pequenos competidores de nicho, a empresa mantem-se bem situada em termos comparativos.

A marca também auxilia na permanência da empresa entre os líderes do seu segmento, fato este que representa possíveis ganhos e economias em seus custos operacionais de venda. A internacionalização da marca também é um

dos responsáveis pela boa presença da marca, o que se reflete na alta nota obtida.

Estas notas são, então, ponderadas pelos pesos relativos resultando nos fatores específicos que serão aplicados às variáveis financeiras do DRE da empresa, conforme dados da Tabela 22 a seguir:

Tabela 22: Scorecard da Marca Perdigão - Fatores Ponderados

	Fatores Ponderados
Impacto em Receitas	0,64
Impacto em Custos Diretos	0,78
Impacto em Custos Comerciais	0,49

Como pode ser observado pelo resultado dos fatores ponderados, a marca Perdigão exerce forte influência nos resultados da empresa Perdigão. As receitas da empresa são impactadas de forma significativa, bem como os custos diretos. Isto se deve ao elevado peso que a internacionalização e a evolução da marca nos últimos anos tem representado para a empresa. O mesmo pode ser dito para o fator que reflete o impacto nos custos comerciais, pois este recebe forte influência da posição de liderança obtida pela marca nos últimos anos.

4.1.2.1.3. Cálculo do Valor da Marca

Apesar do forte crescimento observado nos últimos anos, principalmente impulsionado pelas exportações, a margem de lucro da Perdigão é muito baixa. As taxas de crescimento futuras estimadas para os períodos de 2004 a 2008, apontam para um crescimento mais suave, porém sem nenhuma alteração na proporção de vendas no mercado nacional e nas exportações.

A Tabela 23 a seguir apresenta o resultado das projeções do DRE dos próximos cinco anos para a Perdigão:

Tabela 23: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Perdigão

Perdigão (dados Consolidados)	PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS				
(2004	2005	2006	<u>2007</u>	2008
Receita Bruta	4.480.975	4.593.753	4.709.370	4.827.896	4.949.406
Receita Bruta Mercado Interno	2.596.855	2.662.213	2.729.216	2.797.905	2.868.323
Receita Bruta Mercado Externo	1.884.121	1.931.541	1.980.154	2.029.991	2.081.082
Impostos sobre Vendas	559.508	573.590	588.026	602.826	617.998
Receita Liquida Operacional	3.921.467	4.020.163	4.121.344	4.225.071	4.331.408
Custo Produtos Vendidos	2.897.490	2.970.414	3.045.174	3.121.816	3.200.386
Lucro Bruto	1.023.977	1.049.749	1.076.169	1.103.255	1.131.022
Despesas Operacionais Próprias	773.035	792.491	812.436	832.884	853.846
Despesas com Vendas	670.085	686.950	704.239	721.964	740.134
Despesas com Marketing	48.906	50.137	51.398	52.692	54.018
Despesas Administrativas	54.044	55.404	56.798	58.228	59.693
Lucro Operacional	250.943	257.259	263.733	270.371	277.176
Resultado Financeiro	(20.784)	(20.784)	(20.784)	(20.784)	(20.784)
Receitas Financeiras	17.421	17.421	17.421	17.421	17.421
Despesas Financeiras e Juros s/ Patrimônio	38.205	38.205	38.205	38.205	38.205
Despesas Financeiras	38.205	38.205	38.205	38.205	38.205
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(2.754)	(2.849)	(2.947)	(3.047)	(3.149)
Outras Receitas Operacionais	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028
Outras Despesas Operacionais	3.782	3.877	3.975	4.075	4.177
Equivalência Patrimonial	(1.184)	(1.184)	(1.184)	(1.184)	(1.184)
Lucro Operacional	226.221	232.442	238.819	245.356	252.059
Resultado não Operacional	(2.596)	(2.596)	(2.596)	(2.596)	(2.596)
Receitas Não Operacional	13.247	13.247	13.247	13.247	13.247
Despesas Não Operacional	15.843	15.843	15.843	15.843	15.843
Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR)	223.625	229.846	236.223	242.760	249.463
Provisão Imposto de Renda	28.814	29.616	30.438	31.280	32.144
IR Diferido	(9.703)	(9.973)	(10.249)	(10.533)	(10.824)
Participações/Contribuições Estatutárias	14.509	14.912	15.326	15.750	16.185
Participacões Estatutárias	14.509	14.912	15.326	15.750	16.185
Lucro Líquido	190.005	195.290	200.708	206.263	211.958

Com base nos valores obtidos pela projeção do DRE, foi calculado o valor da empresa segundo a metodologia do FCD. O resultado operacional foi incorporado ao fluxo de caixa projetado junto com as demais variáveis que compõem este fluxo. O cálculo do valor da empresa está apresentado na Tabela 24 a seguir:

Tabela 24: Cálculo do Valor da Perdigão

Perdigão				AVALI	AÇÃO BASE
Fluxo de Caixa Livre (R\$MM) Resultado Operacional (+) Depreciação/Amortização (-) Outros Ajustes	2004	2005	2006	2007	2008
	190	195	201	206	212
	65	65	65	65	65
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(14)	(14)	(14)	(15)	(15)
ORIGEM DOS RECURSOS	12	9	9	9	10
Fornecedores	1	1	1	1	1
Impostos, taxas e Contribuições	11	8	8	8	8
FCaixa Operacional antes de investimentos	253	255	260	266	271
(-) Investimentos	(91)	(91)	(91)	(91)	(<mark>91)</mark>
Fluxo de Caixa das Operações	163	164	170	175	181
Fluxo Descontável	163	164	170	175	181

Aval	iação					
Valor Pre	Valor Presente do FC					
F	Perpetuidade			Perpetuidade 605		
Valor Total d	Valor Total da Empresa					
Parâmetros	WACC	18,3%				
	g	3,0%				

O valor total da empresa Perdigão situa-se em R\$ 1,1 bilhão de reais, em linha com as expectativas do mercado financeiro na data de 31/12/2003. Este valor incorpora todos os benefícios gerados pelos ativos tangíveis presentes na operação e por todos os ativos intangíveis, incluindo a marca Perdigão.

Após a aplicação dos fatores resultantes da análise dos indicadores dos principais atributos da marca pelo *Scorecard* da Marca, foi possível reavaliar os DRE's e os fluxos de caixa de modo a se calcular um novo valor para a Perdigão, desta vez líquido dos efeitos positivos da marca "Perdigão". Os resultados podem ser observados nas Tabelas 25 e 26 a seguir:

Tabela 25: Demonstrativos de Resultados Ajustados ao *Scorecard* da Marca – Perdigão

Perdigão (dados Consolidados)	PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS - DRE (após aplicação dos Fatores do Scorecard da marca)					
	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	2008	
Receita Bruta	4.437.936	4.505.931	4.574.969	4.645.064	4.716.233	
Receita Bruta Mercado Interno	2.571.912	2.611.317	2.651.327	2.691.949	2.733.193	
Receita Bruta Mercado Externo	1.866.024	1.894.614	1.923.642	1.953.115	1.983.040	
Impostos sobre Vendas	554.134	562.624	571.244	579.997	588.883	
Receita Liquida Operacional	3.883.802	3.943.307	4.003.724	4.065.067	4.127.350	
Custo Produtos Vendidos	2.922.229	2.967.002	3.012.460	3.058.616	3.105.478	
Lucro Bruto	961.573	976.305	991.264	1.006.452	1.021.872	
Despesas Operacionais Próprias	791.278	803.401	815.710	828.208	840.898	
Despesas com Vendas	686.598	697.118	707.798	718.643	729.654	
Despesas com Marketing	50.111	50.879	51.658	52.450	53.253	
Despesas Administrativas	54.569	55.405	56.254	57.116	57.991	
Lucro Operacional	170.295	172.904	175.554	178.243	180.974	
Resultado Financeiro	(20.784)	(20.784)	(20.784)	(20.784)	(20.784)	
Receitas Financeiras	17.421	17.421	17.421	17.421	17.421	
Despesas Financeiras e Juros s/ Patrimônio	38.205	38.205	38.205	38.205	38.205	
Despesas Financeiras	38.205	38.205	38.205	38.205	38.205	
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(2.524)	(2.578)	(2.633)	(2.689)	(2.746)	
Outras Receitas Operacionais	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	
Outras Despesas Operacionais	3.552	3.606	3.661	3.717	3.774	
Equivalência Patrimonial	(1.184)	(1.184)	(1.184)	(1.184)	(1.184)	
Lucro Operacional	145.804	148.359	150.953	153.586	156.260	
Resultado não Operacional	(2.596)	(2.596)	(2.596)	(2.596)	(2.596)	
Receitas Não Operacional	13.247	13.247	13.247	13.247	13.247	
Despesas Não Operacional	15.843	15.843	15.843	15.843	15.843	
Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR)	143.208	145.763	148.357	150.990	153.664	
Provisão Imposto de Renda	18.453	18.782	19.116	19.455	19.800	
IR Diferido	(6.214)	(6.324)	(6.437)	(6.551)	(6.667)	
Participações/Contribuições Estatutárias	9.291	9.457	9.625	9.796	9.970	
Participacões Estatutárias	9.291	9.457	9.625	9.796	9.970	
Lucro Líquido	121.678	123.848	126.052	128.290	130.562	

Tabela 26: Cálculo do Valor da Perdigão Ajustado ao Scorecard da Marca

<u>Perdigão</u> Fluxo de Caixa Livre (R\$MM)			AVALIAÇÃ	O APÓS <i>S</i>	CORECARD
ridxo de Caixa Livie (R\$MM)	2004	2005	2006	2007	2008
Resultado Operacional	122	124	126	128	131
(+) Depreciação/Amortização	65	65	65	65	65
(-) Outros Ajustes					
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)
ORIGEM DOS RECURSOS	15	5	6	6	6
Fornecedores	1	1	1	1	1
Impostos, taxas e Contribuições	15	5	5	5	5
FCaixa Operacional antes de investimentos	194	186	188	190	192
(-) Investimentos	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)
Fluxo de Caixa das Operações	103	95	97	99	102
Fluxo Descontável	103	95	97	99	102

Ava	liação	
Valor Pr	esente do FC	308
	341	
Valor Total	649	
	14/4.00	10.20/
Parâmetros	WACC	18,3%

O novo valor mensurado para a Perdigão, após a aplicação dos fatores obtidos pelo *Scorecard* da Marca, permitem identificar o valor da marca Perdigão, conforme Tabela 27 a seguir.

Tabela 27: Valor da Marca Perdigão

	R\$ MM
Valor da Empresa	1.130
Valor da Empresa após Scorecard	649
Valor da Marca "Perdigão"	481

4.1.2.2. Sadia

4.1.2.2.1. Sadia - Histórico

Fundada em 1944 em Santa Catarina, a Sadia é líder nacional em diversas atividades ligadas ao setor alimentício, está posicionada entre as maiores empresas de alimentos da América Latina sendo uma das maiores exportadoras do País.

Companhia aberta desde 1971, a Sadia é uma empresa com reconhecidas práticas de Governança Corporativa. Em 2001, a empresa lançou seus ADRs - *American Depositary Receipts* - na Bolsa de Nova York e aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA.

Com mais de 36 mil funcionários, a Sadia mantém 11 unidades industriais, duas unidades agropecuárias e centros de distribuição espalhados por todo o Brasil. Exporta para 92 nações e no exterior tem representações comerciais em 10 países (Inglaterra, Itália, Emirados Árabes, Rússia, China, Argentina e Uruguai, entre outros), abrangendo América Latina, Europa, Ásia e Oriente Médio.

Em 1982, dois marcos institucionais históricos: a criação do SIC - Serviço de Informação ao Consumidor Sadia, pioneiro na indústria alimentícia como

primeiro canal direto de diálogo com consumidores, nove anos antes da vigência do Código Nacional de Defesa do Consumidor, e a distinção da marca Sadia, pelo INPI, Instituto Nacional de Propriedade Industrial, como Marca Notória.

Entre 1998 e 2001, a empresa lançou 257 novos itens, ingressando em diversos segmentos alimentícios. As exportações, igualmente, cresceram em representatividade, colocando a Sadia entre as 40 maiores exportadoras brasileiras e entre as maiores empresas de alimentos da América Latina. A empresa consolida sua liderança nas exportações brasileiras de aves, respondendo, anualmente, por cerca de 30% das vendas externas nacionais do produto.

O "S" da marca Sadia passou a ocupar, com destaque, o lado esquerdo de todas as embalagens e cores específicas foram dadas às linhas, de modo a facilitar a identificação e a escolha do consumidor na hora da compra. No final de 2002, cerca de 680 produtos Sadia para o mercado brasileiro estavam de "roupa nova".

4.1.2.2.2. Resultados do *Scorecard* da Marca

A análise dos indicadores dos principais atributos da marca Sadia, por meio do *Scorecard* da Marca, permite tecer interessantes observações a respeito da importância desta para a empresa. A marca "Sadia" auxilia a empresa a obter altas notas em indicadores como a participação de mercado, bem como no seu *share of voice* e *share of mind*. Cabe apontar que, apesar de baixo em termos absolutos quando analisado o segmento alimentício como um todo, o *share of voice* da Sadia nos diferentes segmentos de produto é mais relevante. A evolução da empresa nos últimos anos também tem como forte presença a marca Sadia.

A Tabela 28 resume os resultados obtidos pelo *Scorecard* da Marca, a saber:

Tabela 28: Scorecard da Marca Sadia - Resultados

			Valor	Nota do	Peso
Atributos que impactam	Receitas		Obtido	Atributo	Relativo
Participação de Mercado	$PART_i$	AR_{1}	24,2%	0,24	0,13
Share of Mind da Marca	SM_i	AR_2	13,0%	0,13	0,07
Share of Voice da Categoria	SV_i	AR_3	4,0%	0,04	0,02
Gastos c/ Mktg - % de vendas	$PGM_{i,t}$	AR_4	1,0%	0,20	0,10
ldade da Marca	ICV_i	AR_{5}	60	0,30	0,16
Evolução histórica	EH_i	AR_6	10	1,00	0,52
		ΣAR_i		1,91	
Atributos que impactam Cu	stos Dire	tos	Valor	Nota do	Peso
Atributos que impactam Cu Operacionais	stos Dire	tos	Valor Obtido	Nota do Atributo	Peso Relativo
		AC 1	Obtido		
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa		AC_1	Obtido 4	Atributo	Relativo
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_1	Obtido 4	Atributo 0,80	Relativo 0,56
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance	AC_1 AC_2	Obtido 4	Atributo 0,80 0,63	Relativo 0,56
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4	Atributo 0,80 0,63	Relativo 0,56
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i	Obtido 4 0,5%	Atributo 0,80 0,63 1,43	Relativo 0,56 0,44
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas	Alcance PPD _{i,t}	AC_1 AC_2 ΣAC_i rciais	Obtido 4 0,5% Valor Obtido	Atributo 0,80 0,63 1,43 Nota do	Relativo 0,56 0,44 Peso
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa Gastos c/ P&D - % de vendas Atributos que impactam Custo	Alcance PPD i.t	AC_1 AC_2 ΣAC_i rciais	Obtido 4 0,5% Valor Obtido	Atributo 0,80 0,63 1,43 Nota do Atributo	Relativo 0,56 0,44 Peso Relativo

Os fatores ponderados obtidos revelam a importância que a marca "Sadia" exerce na determinação das taxas de crescimento de receitas bem como na capacidade da empresa influenciar seus custos diretos. Os gastos comerciais, por sua vez, não se apresentam com a mesma influência, principalmente devido à forte concorrência no segmento. A Tabela 29, a seguir, apresenta os resultados:

Tabela 29: Scorecard da Marca Sadia - Fatores Ponderados

	Fatores Ponderados
Impacto em Receitas	0,63
Impacto em Custos Diretos	0,73
Impacto em Custos Comerciais	0,89

4.1.2.2.3. Cálculo do Valor da Marca

Antes de se calcular o valor da marca "Sadia" foi necessário avaliar e mensurar o valor total da empresa, com todos seus ativos. Para tal, foram projetados DRE e fluxos de caixa para um período de cinco anos, conforme pode ser evidenciado pelas Tabelas 30 e 31:

Tabela 30: Demonstrativos de Resultado 2004-2008 - Sadia

Sadia (dados Consolidados)	PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS				
	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Receita Bruta	6.132.217	6.425.583	6.736.664	7.066.672	7.416.905
Receita Bruta Mercado Interno	3.275.582	3.357.348	3.441.156	3.527.055	3.615.099
Receita Bruta Mercado Externo	2.856.635	3.068.235	3.295.508	3.539.616	3.801.807
Impostos sobre Vendas	589.938	618.161	648.088	679.836	713.529
Receita Liquida Operacional	5.542.278	5.807.422	6.088.576	6.386.836	6.703.376
Custo Produtos Vendidos	4.024.196	4.216.714	4.420.858	4.637.422	4.867.258
Lucro Bruto	1.518.082	1.590.707	1.667.718	1.749.414	1.836.118
Despesas Operacionais Próprias	1.056.305	1.106.839	1.160.424	1.217.270	1.277.599
Despesas com Vendas	948.685	994.071	1.042.196	1.093.250	1.147.433
Despesas com Marketing	57.098	59.830	62.726	65.799	69.060
Despesas Administrativas	50.522	52.938	55.501	58.220	61.106
Lucro Operacional	461.777	483.868	507.294	532.145	558.518
Resultado Financeiro	148.712	148.712	148.712	148.712	148.712
Receitas Financeiras	148.712	148.712	148.712	148.712	148.712
Outras Receitas/Despesas Operacionais	(51.033)	(51.033)	(51.033)	(51.033)	(51.033)
Outras Despesas Operacionais	51.033	51.033	51.033	51.033	51.033
Equivalência Patrimonial	(63.678)	(63.678)	(63.678)	(63.678)	(63.678)
Lucro Operacional	495.778	517.869	541.295	566.146	592.519
Resultado não Operacional	(20.418)	(20.418)	(20.418)	(20.418)	(20.418)
Despesas Não Operacional	20.418	20.418	20.418	20.418	20.418
Lucro antes do Imposto de Renda (LAIR)	475.360	497.451	520.877	545.728	572.101
Provisão Imposto de Renda	33.336	34.885	36.528	38.271	40.120
IR Diferido	(43.165)	(45.171)	(47.298)	(49.555)	(51.950)
Participações/Contribuições Estatutárias	116.960	122.395	128.159	134.273	140.762
Participacões Estatutárias	116.960	122.395	128.159	134.273	140.762
Participação Acionária Minoritarária	(349)	(349)	(349)	(349)	(349)
Lucro Líquido	368.579	385.691	403.837	423.088	443.518

Tabela 31: Cálculo do Valor da Sadia

<u>Sadia</u>				AVALIA	ÇÃO BASE
Huxo de Caixa Livre (R\$MM)					
	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
Resultado Operacional	369	386	404	423	444
(+) Depreciação/Amortização	120	120	120	120	120
(-) Outros Ajustes					
APLICAÇÕES DOS RECURSOS	(35)	(37)	(39)	(41)	(44)
Créditos	(35)	(37)	(39)	(41)	(44)
ORIGEM DOS RECURSOS	31	23	24	25	27
Fornecedores	29	20	21	23	24
Impostos, taxas e Contribuições	2	2	2	3	3
FCaixa Operacional antes de investimentos	485	491	509	527	547
(-) Investimentos	(114)	(114)	(114)	(114)	(114)
Fluxo de Caixa das Operações	371	377	395	413	432
Fluxo Descontável	371	377	395	413	432

Ava	liação				
Valor Pro	Valor Presente do FC 1.234				
1	Perpetuidade 1.52				
Valor Total da Empresa 2.7					
Parâmetros -	Parâmetros WACC				
•	g	3,0%			

O valor total da empresa Sadia baseado nos dados até 31/12/2003 apontam para um resultado de R\$ 2,8 bilhões de reais. Este valor está 6% maior em relação ao valor que o mercado apontava na mesma data, o que pode refletir diferenças em algumas premissas de crescimento e investimento.

A etapa seguinte é a da determinação do valor da marca por meio da retirada dos seus efeitos positivos sobre o valor total da empresa e mantendo-os sobre os demais ativos. As Tabelas 32 e 33 apresentam o resultado da aplicação dos fatores do *Scorecard* da Marca aos demonstrativos financeiros da Sadia.

Tabela 32: Demonstrativos de Resultado Ajustados ao Scorecard da Marca – Sadia

Sadia PROJEÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS (dados Consolidados) (após aplicação dos Fatores do Scorecard da marca) 2004 2005 2006 2007 2008 6.572.412 Receita Bruta 6.025.072 6.200.938 6.383.294 6.768.575 3.447.869 Receita Bruta Mercado Interno 3.244.700 3.294.341 3.344.742 3.395.914 Receita Bruta Mercado Externo 2.780.371 2.906.596 3.038.552 3.176.498 3.320.706 596 549 632 286 651 158 Impostos sobre Vendas 579 631 614 093 6.117.417 Receita Liquida Operacional 5.445.441 5.604.388 5.769.201 5.940.126 Custo Produtos Vendidos 4.031.741 4.149.424 4.271.449 4.398.000 4.529.264 Lucro Bruto 1.454.965 1.542.126 1.588.153 1.413.700 1.497.752 1.084.629 1.149.604 Despesas Operacionais Próprias 1.053.867 1.116.525 1.183.916 1.002.770 Despesas com Vendas 974.123 1.032.479 946.496 1.063.295 Despesas com Marketing 56.966 58.629 60.353 62.141 63.996 50.405 51.876 53.402 54.984 56.625 Despesas Administrativas 404.237 Lucro Operacional
Resultado Financeiro 359.833 370.336 381.227 392.521 148.712 148.712 148.712 148.712 148.712 Receitas Financeiras 148.712 148.712 148.712 148.712 148.712 Outras Receitas/Despesas Operacionais (51.033) (51.033)(51.033)(51.033)(51.033)Outras Despesas Operacionais 51.033 51.033 51.033 51.033 51.033 Equivalência Patrimonial (63.678) (63.678)(63.678)(63.678)Lucro Operacional 393.834 404.337 415.228 438.238 Resultado não Operacional Despesas Não Operacional 20.418 20.418 20.418 20.418 20.418 nda (LAIR) Lucro antes do Imposto de Re Provisão Imposto de Renda 26.187 26.923 27.687 28.479 29.301 IR Diferido (33.908) (34.862) (35.851) (36.876) (37.940) Participações/Contribuições Estatutárias 91.877 94.461 97.141 99.920 102.802 Participações Estatutárias 91.877 94.461 97.141 99.920 102.802 Participação Acionária Minoritarária Lucro Líquido 289.609 297.745 306.182 314.931 324.006

Tabela 33: Cálculo do Valor da Sadia Ajustado ao Scorecard da Marca

<u>Sadia</u>			AVALIAÇÂ	ÁO APÓS <i>S</i>	CORECARD
Fluxo de Caixa Livre (R\$MM) Resultado Operacional (+) Depreciação/Amortização	<u>2004</u>	2005	<u>2006</u>	2007	2008
	290	298	306	315	324
	96	96	96	96	96
(-) Outros Ajustes APLICAÇÕES DOS RECURSOS Créditos	(21) (21)	(22) (22)	(23) (23)	(24) (24)	(25) (25)
ORIGEM DOS RECURSOS	31	14	14	15	15
Fornecedores	30	12	13	13	14
Impostos, taxas e Contribuições	1	1	1	2	2
FCaixa Operacional antes de investimentos	395	385	394	402	411
(-) Investimentos	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)
Fluxo de Caixa das Operações	304	294	302	311	319
Fluxo Descontável	304	294	302	311	319

Ava	liação				
Valor Pr	Valor Presente do FC 958				
	Perpetuidade				
Valor Total	Valor Total da Empresa				
Parâmetros	Parâmetros WACC 17				
	g	3,0%			

Os resultados apresentados na Tabela 34 indicam que o valor da marca Sadia situa-se na faixa de 674 milhões de reais, ou seja, 24,5% do valor total da empresa.

Tabela 34: Valor da Marca Sadia

	R\$ MM
Valor da Empresa	2.756
Valor da Empresa após Scorecard	2.081
Valor da Marca "Sadia"	674

4.1.3. Considerações Gerais sobre os Resultados do *Scorecard* da Marca

O resumo das notas ponderadas de cada atributo, para cada uma das marcas na amostra, pode ser observado na Tabela 35, a seguir:

Tabela 35: Resumo dos Resultados do Scorecard da Marca

Secure and the Manage	Marcas Avaliadas						
corecard da Marca	Itaú	Unibanco	Perdigão	Sadia			
Atributos que impactam Receitas							
Participação de Mercado	0,17	0,14	0,18	0,24			
Share of Mind da Marca	0,13	0,02	0,10	0,13			
Share of Voice da Categoria	0,38	0,09	0,03	0,04			
Gastos c/ Mktg - % de vendas	0,74	0,33	0,24	0,20			
Idade da Marca	0,30	0,40	0,35	0,30			
Evolução histórica	0,30	0,20	1,00	1,00			
Atributos que impactam Custos							
Operacionais Alcance Geográfico da Empresa	0.80	0.80	0.80	0.80			
Gastos c/ P&D - % de vendas	0,58	0,26	0,76	0,63			
Atributos que impactam Custos							
<u>Operacionais</u>							
Tempo na liderança (anos)	0,80	0,00	0,50	0,90			
Quantidade de Concorrentes	0,01	0,01	0,01	0,01			
npacto em Receitas	0,46	0,28	0,64	0,63			
npacto em Custos Diretos	0,71	0,67	0,78	0,73			
npacto em Custos Comerciais	0.79	0.01	0.49	0.89			

Pode-se verificar que algumas marcas apresentam pesos diferentes para os atributos, o que reforça o fato de que cada marca possui características específicas que as diferenciam das demais. Com isto, cada marca passa a exercer uma influência distinta nos fluxos de caixa futuros das empresas a que estão ligadas, pois a maneira como a marca se destaca nestes atributos é determinante na sua capacidade de geração de valor.

As empresas do segmento financeiro apresentam fatores ponderados que refletem a maior competitividade direta do setor. Ambas as marcas dos bancos analisados exercem uma influência nas receitas menor que as suas pares no segmento alimentício.

Outro aspecto relevante de se notar é a importância que a posição de liderança tem na capacidade da marca exercer influência positiva nas taxas de crescimento dos custos comerciais. Isto fica evidente ao caparar-se as o fator calculado para o Unibanco (nenhum ano entre as três marcas líderes), ao passo que as empresas do segmento alimentício já possuem uma posição consolidada na liderança.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema de avaliação de ativos tem sido abordado nos estudos da área financeira de diversas formas. Sua relevância encontra-se na necessidade de se estabelecer métodos e ferramentas para se mensurar o valor destes ativos em um mercado onde estes são transacionados com freqüência.

O grande volume de transações de fusão e aquisição nas décadas de oitenta e noventa trouxe consigo preocupações quanto à maneira de se avaliar empresas cujo valor percebido pelo mercado está cada vez mais dependente de ativos intangíveis, não capturados pelos instrumentos contábeis disponíveis.

Um dos métodos mais consagrados, e portanto dos mais utilizados em processos de avaliação de empresas, é o do fluxo de caixa descontado, FCD. Este método é bastante difundido nos meios acadêmico e profissional, pois permite calcular o valor de ativos que têm por principal característica a geração de fluxos de caixa futuros. O FCD parte da identificação destes fluxos para, então, calcular o valor atual de um ativo ajustando-o ao seu risco.

Diversas análises nos últimos anos têm apontado para a crescente representação dos ativos intangíveis no valor de mercado de empresas. Cada vez mais se observa que são estes ativos que aportam valor às empresas.

A marca destaca-se como um dos ativos intangíveis que pode exercer grande influência na capacidade da empresa estabelecer relacionamentos de longo prazo rentáveis com seus consumidores. Marcas fortes permitem às empresas uma maior flexibilidade na hora de estabelecer preços e margens de lucro, bem como auxiliam na captura de economias provenientes de ganhos de escala.

É neste contexto que o desenvolvimento de metodologias de avaliação que estejam adaptadas às particularidades deste ativo é de fundamental importância. Existem alguns métodos de avaliação bastante difundidos, como por exemplo, as metodologias das empresas de consultoria Interbrand e Brand-Finance. No entanto, estas metodologias não colocam o foco principal da identificação dos impactos que a marca exerce nos fluxos de caixa das empresas.

Este estudo teve por objetivo principal desenvolver uma metodologia alternativa de mensuração do valor do ativo intangível - marca - por meio da aplicação do método de fluxo de caixa descontado, ajustado aos direcionadores de valor específicos das marcas.

Para tal, foi desenvolvida e apresentada uma ferramenta denominada *Scorecard* da Marca, que permite calcular o efeito que os principais direcionadores de valor de uma marca exercem na capacidade de geração de fluxos de caixa futuros de uma empresa, o que possibilita segregar de forma mais exata a parcela de valor adicionado que a marca aporta para uma empresa.

A metodologia proposta foi aplicada a uma amostra intencional de quatro empresas, sendo duas instituições do segmento de Serviços Financeiros (Banco Itaú e Unibanco) e duas ligadas ao segmento Alimentício (Perdigão e Sadia). Optou-se por esta amostra para testar a aplicabilidade da metodologia em dois mercados bastante distintos. A escolha também ficou restrita a empresas de capital aberto com dados disponíveis de fontes secundárias como uma forma de testar a aderência da ferramenta em um cenário de informações mais escassas.

Pode-se afirmar que a metodologia proposta pôde ser aplicada com êxito nos dois segmentos de mercado analisados, o que confirma a sua flexibilidade. As fontes secundárias fornecem informações necessárias para se determinar o valor das marcas, o que permite a aplicação da mesma por profissionais da área.

Todavia, é importante destacar que esta metodologia pode ser aplicada também em empresas de capital fechado desde que sejam disponibilizadas todas as informações necessárias para que se possam construir projeções da performance das mesmas que reflitam seus reais potenciais de desempenho.

É relevante mencionar que, apesar de não ter sido um dos objetivos do trabalho, o *Scorecard* da Marca pode oferecer para a empresa a possibilidade de ter uma atitude mais pró-ativa na geração de valor dos negócios. Ao identificar os principais direcionadores de valor da marca e apresentá-los em um único painel, a alta administração passa a ter uma ferramenta de avaliação

e acompanhamento do seu desempenho, o que permite desenvolver estratégias e políticas específicas para as mesmas.

Com a utilização de políticas específicas de gestão da marca, a empresa pode influenciar o valor deste ativo e, consequentemente, o valor da empresa como um todo. Isto ocorre na medida em que a empresa passe a centrar esforços em melhorar os indicadores específicos do *Scorecard* da Marca e, assim, ampliar o valor aportado pela marca ao negócio.

Concluindo, esta proposta metodológica não pretende exaurir a discussão sobre o assunto em pauta. O que se deseja é estabelecer um ponto de partida para novas reflexões e análises a respeito de um tema de tão importante significado na gestão do valor de empresas. Sugere-se, inclusive, que futuros estudos sejam desenvolvidos de modo a identificar outros fatores igualmente relevantes na captura do valor das marcas bem como o desenvolvimento de modelos econométricos para aprofundar ainda mais a capacidade de utilização da ferramenta ao longo do tempo.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKER, David A. Building Strong Brands. New York: The Free Press, 1996.

BARBOSA, José G.P.; GOMES, Josir S. Um estudo exploratório do controle gerencial de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, No 2, p. 29-48, maio/agosto 2002.

BARTH, Mary E. et al. Brand Value and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, Vol.3, No 1 e 2, p. 41-68, 1998.

BEAUD, Michel. Arte da Tese: Como Redigir uma Tese de Mestrado ou de Doutorado, uma Monografia ou qualquer outro Trabalho Universitário, 2ª Ed., Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1997.

BERNSTEIN, Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, USA: John Wiley & Sons Ltd., 1996.

BERTOLOTTI, Nick. Valuing intelectual property. *Managing Intellectual Property*, p. 28-32, fevereiro, 1995.

BIEL, Alexander L. How Brand Image Drives Brand Equity. *Journal of Advertising Research*, Vol. 32, Nº. 6, p. RC6-RC12, November 1992.

BIRKIN, Michael J. Placing a Value upon trademarks and brand names. *Managing Intellectual Property*, p. 25-31, july/august, 1993.

BLACK, Fischer. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business*, p. 445-455, July 1972.

p.8-18, Fall, 1993. Beta and Return. The Journal of Portfolio Management,

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The Pricing of Options and Corporate Liabilitites. *Journal of Political Economy*, 81, p. 637-659, May-June 1973.

BLAUG, Mark. *Economic Theory in Retrospect*. Revised Edition, Illinois-USA: R.D. Irwin Inc., 1968.

BOULTON, Richard E.S.; LIBERT, Barry D.; SAMEK, Steve M. *Cracking the Value Code: How Succesful Businesses are Creating Wealth in the New Economy*. USA: HarperCollins Publishers Inc., 2000.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*, 5th ed., USA: McGraw-Hill, 1996.

CHAN, Louis K.C.; LAKONISHOK, Josef. Are Reports of Beta's Death Premature?. *Journal of Portfolio Management*, Summer, 1993.

CHAUVIN, Keith W.; HIRSCHEY, Mark. Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. *Financial Management*, vol. 22, No 4, p. 128-140, Winter 1993.

CHEN, Nai-Fu; ROLL, Richard; ROSS, Stephen A. Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, Vol. 59, Nº 3, p. 383-403, 1986.

CHURCHILL Jr., Gilbert .A.; PETER, J. Paul. *Marketing: Criando Valor para os Clientes*. 2ª edição, São Paulo: Editora Saraiva, 2000.

COHEN, Laurence. Brands and Valuation. *Managing Intellectual Property*. p. 23-25, june, 1994.

COPELAND, Tom; WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3ª edição, USA: Addison Weley Publishing Company, 1992.

______; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1996.

COURT, David. et al. Uncovering the Value of Brands, *The McKinsey Quarterly*, Nº4, 1996.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora Ltda, 1997.

_____. The Dark Side of Valuation: Firms with no ernings, no history and no comparables – Can Amazon.com be valued? *Working Paper*, Stern School of Business, www.stern.nyu.edu/~adamodaran, 2000.

DUARTE Jr., Antonio M. Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para Seu Gerenciamento. *Resenha BM&F*, № 114, p. 25-33, 1996.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The Cross-Section of Expected Stocks Returns. *The Journal of Finance*, vol. XLVII, Nº 2, Junho 1992.

FAMA, Eugene F.; MILLER, Merton H. *The Theory of Finance*, Illinois: Dryden Press, 1975.

FREZATTI, Fabio. A Decomposição do MVA[®] (Market Value Added) na análise de valor da empresa. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 34, n° 3, p.32-43, julho/setembro 1999.

GIL, Antonio C. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Editora Atlas, 1988.

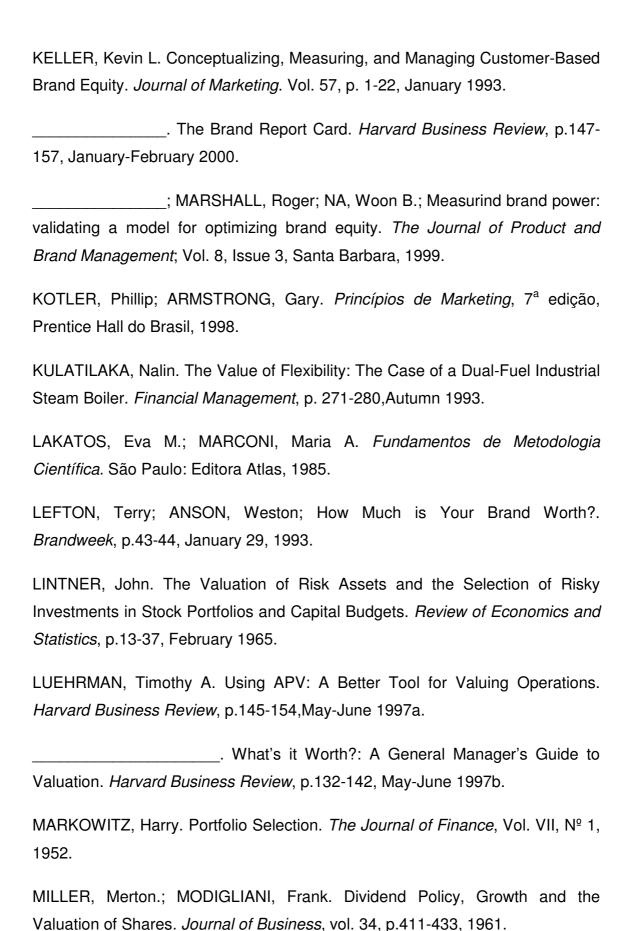
GRUBER, Alin. Top-of-Mind awareness and share of families: An observation. *Journal of Marketing Research*, Vol. 6 p. 227-231, May 1969.

HAUGEN, Robert A. *The New Finance*. New Jersey: Prentice Hall, 1995.

KAPFERER, Jean-Nöel. *As Marcas, Capital da Emp*resa. Portugal: Edições CETOP, 1991.

KAYO, Eduardo K. *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas.*Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.

_____; FAMÁ, Rubens. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração*, São Paulo, v.39, n[∞]2, p.164-176, abril/maio/junho 2004.



MILONE, Mario C.M. Scorecard da Marca: Uma Alternativa para a Mensuração do Valor de uma Marca. *Anais VI Semead*, Março 2003.

MURPHY, John. Assessing the Value of Brands. *Long Range Planning*, Vol. 23, N° 3, p. 23-29, June 1990.

NUNES, Gilson; HAIGH, David. *Marca: valor do intangível, medindo e gerenciando seu valor econômico.* São Paulo: Editora Atlas, 2003.

PERRIER, Raymond; TREVILLION, Kylie. Brand Valuation – A Practical Guide. *Accountant's Digest*, issue 405, p. 1-38, March 1999.

PORTER, Michael E. *Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. USA: Free Press, 1998.

PRATT, Shannon P. The Income Approach – Estimating the Cost of Capital. In: REILLY, Robert F; SCHWEIHS, Robert P. (Edit.) *Handbook of Advanced Business Valuation*. USA: McGraw-Hill, 2000.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press, 1998.

REILLY, Robert F. The Valuation of Intangible Assets. *Managing Intellectual Property*, p.26-29 / 38-40, July 1996.

ROSS, Stephen A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13, p. 341-360, 1976.

ROLL, Richard; ROSS, Stephen A. An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory, *The Journal of Finance*, Vol. XXXV, Nº 5, p. 1073-1103, December 1980.

ROMANIUK, Jenni; SHARP, Byron. Measuring brand perceptions: Testing quantity and quality, *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, Vol. 11, p. 218-229, March 2003.

SECURATO, José R. *Decisões Financeiras em Condições de Risco*. São Paulo: Ed. Atlas, 1993.

SEVERINO, Antonio J. *Metodologia do Trabalho Científico*. 20^a Ed revista e ampliada, São Paulo: Editora Cortez, 1996.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, vol. XIX, Nº 3, 1964.

SMIT, Han T.J.; ANKUN, L.A. A Real Options and Game-Theoretic Approach to Corporate Investment Strategy Under Competition. *Financial Management*, p. 241-250, Autumn 1993.

STERN, Joel .M. Earnings Per Share Don't Count, *Financial Analysts Journal*, p. 39-75, July-Aug 1974.

STEWART, III, G.Bennett. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. USA: HarperBusiness, 1999.

SVEIBY, Karl E. *The New Organizational Wealth: managing and measuring.* San Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 1997.

TRIGEORGIS, Lenos. Real Options and Interactions with Financial Flexibility. *Financial Management*. p. 202-224, Autumn 1993.

WASSERSTEIN, Brunce. Big Deal. New York: Warner Books Inc., 2000.

ANEXOS

ANEXO 1 – Dados Históricos

Balanços Patrimoniais Históricos

<u>ltaú</u>	Balanços Patrimoniais Históricos					
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Ativo Total Ativo Circulante	48.995.375 36.516.033	51.910.982 37.051.924	69.554.780 48.772.901	81.806.964 56.378.990	111.141.435 79.405.091	118.737.862 87.370.586
Disponivel	1.707.873	1.621.985	1.561.630	1.895.760	1.894.256	2.156.958
Aplic Interfin Liquidez	5.583.999	7.188.496	8.694.752	9.778.330	16.832.810	20.517.475
Aplic no Merc Aberto	3.843.496	3.953.907	5.503.974	5.984.456	10.008.602	10.118.075
Aplic em Dep Interfin	1.748.226	3.234.589	3.190.809	3.794.621	6.826.685	10.399.400
Outros Invest Financ	(7.723)	0	(31)	(747)	(2.477)	0
Titulos e Valores Mobil	11.266.834	8.610.875	13.457.061	10.521.980	13.950.161	17.838.845
Relacoes Interfinanc	4.190.723	4.382.392	4.085.911	4.825.676	9.978.681	8.186.700
Relacoes Interdependenc	3.594	14.392	22.370	34.567	20.662	12.398
Operacoes de Credito CP	6.561.472	9.428.394	12.375.122	15.949.495	18.273.595	23.271.394
Oper Arrendam Mercantil	216.384	326.065	512.068	564.063	501.198	0
Outros Creditos CP	6.541.684	5.130.711	7.531.613	12.290.202	17.325.848	14.766.894
Out Valores e Bens CP	443.470	348.614	532.374	518.917	627.880	619.922
Realizavel LP	9.671.126	11.919.773	17.585.027	22.082.999	28.267.090	28.158.684
Titulos e Valores Mobil	2.938.933	5.270.389	6.480.901	8.795.637	11.238.223	11.580.961
Aplic Dep Interfin	186.556	51.671	30.543	291.686	138.729	262.617
Relacoes Interfinanc	<i>57.229</i> 0	61.749 0	257.569 0	196.359 0	260.222 0	267.251 0
Relacoes Interdepend	4.859.682	4.590.285	6.642.190	8.041.306	12.165.771	12.224.230
Operacoes de Credito LP Oper Arrend Mercantil	136.209	4.590.265 177.234	351.307	687.810	411.672	12.224.230
Outros Creditos	1.491.708	1.757.257	3.815.617	3.872.344	3.637.646	3.302.039
Outros Ativos LP	809	11.188	6.900	197.857	414.827	521.586
Permanente	2.808.216	2.939.285	3.196.852	3.344.975	3.469.254	3.208.592
Inv em Subsid e Outros	465.651	587.619	680.896	729.800	953.423	924.311
Imobilizado	2.231.710	2.198.393	2.335.084	2.361.198	2.240.266	2.008.624
De Uso	2.231.710	2.198.393	2.335.084	2.361.198	2.240.266	2.008.624
De Arrendamento	0	0	0	0	0	0
Diferido	110.855	153.273	180.872	253.977	275.565	275.657
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Passivo Total	48.995.375	51.910.982	69.554.780	81.806.964	111.141.435	118.737.862
Passivo Circulante	37.323.695	39.883.431	52.847.874	62.159.242	74.845.220	81.291.154
Depositos Totais	21.207.032	23.107.300	27.763.830	28.182.579	37.033.443	35.289.508
Outras Obrigacoes CP	7.319.557	6.181.969	8.837.271	14.754.099	18.186.107	22.115.090
Exigivel LP	6.603.391	5.595.532	9.381.150	11.291.828	26.155.162	24.367.193
Depositos	0	118.391	111.236	148.261	1.963.550	1.408.172
Capt no Merc Abert LP	236.092	137.908	1.039.988	922.250	4.204.397	3.404.481
Aceites e Emiss Tit LP	3.164.700	1.801.315	1.560.619	1.184.693	1.608.598	2.129.119
Relacoes Interfin LP	1.626	511	0	0	31.344	0
Relacoes Interdep LP	0	0	0	1	0	0
Obrg por Emprestimos LP	239.149	223.079	583.546	1.409.146	2.978.381	5.016.481
Obrig por Repasses LP	<i>910.854</i> 910.854	1.021.937	2.120.820	<i>2.369.983</i> 2.369.983	3.386.269	0
Repasses no Pais LP Repasse no Exterior LP	910.654	1.021.937 0	2.120.820 0	2.309.903	3.386.269 0	0
Outras Obrigacoes	2.050.970	2.292.391	3.964.941	5.257.494	11.982.623	12.408.940
Resultados de Exer Futur	118.947	121.436	137.879	167.780	65.944	110.447
Part Acionistas Minorit	298.007	403.911	545.800	609.892	1.038.699	1.089.860
Patrimonio Liquido	4.651.335	5.906.672	6.642.077	7.578.222	9.036.410	11.879.208
Capital Social	2.000.000	2.500.000	3.000.000	3.650.121	4.260.500	4.780.000
Reservas de Capital	421.257	264.390	202.218	182.326	167.484	4.766.223
Reservas de Reavaliacao	15.506	12.739	0	0	0	0
Reserva de Lucros	2.214.572	3.129.543	3.439.859	3.745.775	4.608.426	2.332.985
Lucros Acumulados	0	0	0	0	0	0

Demonstração do Resultado

Itaú		<u>De</u>	monstração	do Resulta	<u>do</u>	
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Rec da Intermed Financ Res Operac de Credito Result Oper Arrendam	8.935.055	9.756.525	8.903.930	14.218.174	24.214.191	14.495.764
	3.810.422	4.200.112	4.214.236	6.802.469	12.372.221	7.176.278
	563.461	564.008	647.379	957.795	332.486	245.714
Res Titulos Vals Mobs	4.203.678	4.619.094	3.789.478	6.079.773	10.697.850	4.922.567
Result Aplic Compuls	332.291	256.377	183.646	257.702	429.130	926.562
Resultado de Cambio	25.203	116.934	69.191	120.435	382.504	68.166
Outras Rec Operacionais	0	0	0	0	0	1.156.477
Ganhos Liq com Passivos Desp Intermed Financ Captacao no Mercado Empr Cessoes Repasses	0	0	0	0	0	0
	5.551.941	5.942.232	4.595.973	8.956.095	17.031.649	5.135.207
	3.768.338	3.906.632	2.812.290	5.546.612	10.788.312	4.416.516
	378.398	815.701	504.738	1.244.296	3.677.507	(1.622.195)
Arrendamento Mercantil	399.933	405.459	515.230	720.319	0	0
Resultado de Cambio	0	0	0	0	0	0
Perdas Liq com Ativos	0	0	0	0	0	0
Prov Cred Liq Duvidosa	1.005.272	814.440	763.715	1.444.868	2.565.830	2.207.022
Outras Despesas Operac	0	0	0	0	0	133.864
Result Bruto Inter Fin	3.383.114	3.814.293	4.307.957	5.262.079	7.182.542	9.360.557
Outras Rec Desp Operac	(1.967.995)	(1.181.750)	(1.830.694)	(2.275.010)	(2.930.471)	(3.541.277)
Receitas de Serv Banc	2.124.124	3.159.377	3.465.229	4.189.902	4.276.698	5.121.169
Despesas de Pessoal	1.726.792	2.129.499	2.310.541	2.750.442	3.172.711	3.174.198
Despesas Administrativ	2.142.727	2.481.279	2.861.807	3.429.245	3.808.747	4.626.019
Impostos Diversos	261.379	476.445	565.156	687.662	850.290	1.118.240
Equivalenc Patrimonial	167.579	239.724	361.804	11.668	477.114	24.508
Outras Rec Desp Operac Outras Receitas Operac Outras Despesas Operac Lucro Operacional	(128.800)	506.372	79.777	390.769	147.465	231.503
	567.287	491.231	384.183	699.334	3.955.534	1.028.909
	696.087	(15.141)	304.406	308.565	3.808.069	797.406
	1.415.119	2.632.543	2.477.263	2.987.069	4.252.071	5.819.280
Resultado nao Operac	(48.888)	(149.784)	(33.004)	135.963	(757.061)	(776.253)
Receitas Nao Operac	0	0	0	135.963	0	0
Despesas Nao Operac	(48.888)	(149.784)	(33.004)	0	(757.061)	(776.253)
LAIR	1.366.231	2.482.759	2.444.259	3.123.032	3.495.010	5.043.027
Provisao Impost de Rend	384.730	407.812	442.563	434.307	546.404	1.586.693
IR Diferido	0	0	0	0	0	0
Partic/Contrib Estatut	64.887	125.256	112.187	212.747	179.439	295.300
Participacoes Estatut	64.887	125.256	112.187	212.747	179.439	295.300
Contribuicoes Estatut	0	0	0	0	0	0
Rever Juros s/Patr Liqui	0	0	0	0	0	0
Partic Acion Minoritar	<i>36.693</i>	<i>80.328</i>	48.941	<i>86.510</i>	392.444	9.214
Lucro Liquido	879.921	1.869.363	1.840.568	2.389.468	2.376.723	3.151.820
Itaú	Dem	ionstração d	das Origens	e Aplicaçõe	es de Recui	rsos
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amortiz Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Dividendos Outros Recursos Aplic Aumento nas Disponibilid	14.146.860	9.937.127	21.397.518	16.410.043	33.677.940	17.943.529
	1.643.221	2.354.732	3.552.806	3.482.810	3.984.942	4.560.409
	879.921	1.869.363	1.840.568	2.389.468	2.376.723	3.151.820
	763.300	485.369	1.712.238	1.093.342	1.608.219	1.408.589
	310.602	364.393	431.909	489.698	551.971	593.657
	452.698	120.976	1.280.329	603.644	1.056.248	814.932
	70.163	0	142.739	76.475	519.292	559.988
	12.433.476	7.582.395	17.701.973	12.850.758	29.173.706	12.823.132
	14.934.612	10.023.015	21.457.873	16.075.913	33.679.444	17.680.827
	343.319	602.470	628.764	807.700	828.579	1.107.949
	14.591.293	9.420.545	20.829.109	15.268.213	32.850.865	16.572.878
	(787.752)	(85.888)	(60.355)	334.130	(1.504)	262.702
Itaú QUANTIDADE DE ACOES Qt Acoes Total Publicada Qt Acoes Ordinarias Acoes em Tesouraria Qt Acoes Total Calc	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0
	119.735.127	119.735.127	117.950.163	114.014.527	113.451.148	116.249.622

<u>Unibanco</u>

Balanços Patrimoniais Históricos

(dados Consolidados)

(uauss solisoliaauss)	dez/98	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ativo Total	31.726.884	35.996.587	51.496.304	55.616.443	75.374.792	69.631.534
Ativo Circulante	24.128.452	27.919.514	37.594.017	37.214.314	51.772.397	47.979.634
Disponivel	913.850	1.182.711	528.391	993.239	1.078.488	1.083.301
Aplic Interfin Liquidez	5.589.876	5.649.112	7.047.203	4.673.057	15.483.506	10.930.296
Aplic no Merc Aberto	5.192.902	4.735.375	5.950.964	2.610.408	13.560.658	8.758.320
Aplic em Dep Interfin	376.108	884.670	786.006	1.647.091	1.912.976	2.166.685
Outros Invest Financ Titulos e Valores Mobil	20.866 <i>3.534.310</i>	29.067 <i>6.789.168</i>	310.233 <i>10.188.016</i>	415.558 <i>10.129.338</i>	9.872 <i>9.008.052</i>	5.291 <i>9.812.553</i>
Relacoes Interfinanc	906.469	513.413	1.439.413	1.545.152	4.022.756	4.139.812
Relacoes Internitation	43.601	3.059	7.304	4.527	2.840	12.922
Operacoes de Credito CP	8.472.899	9.422.038	12.033.202	15.462.711	15.144.497	15.601.861
Oper Arrendam Mercantil	550.147	553.424	587.223	443.778	299.806	253.627
Outros Creditos CP	3.853.892	3.594.330	5.468.373	3.690.368	6.379.859	5.728.582
Out Valores e Bens CP	263.408	212.259	294.892	272.144	352.593	416.680
Realizavel LP	5.981.438	6.403.927	10.565.450	14.838.162	20.213.543	18.450.192
Titulos e Valores Mobil	1.910.435	1.569.762	2.744.404	5.225.498	9.370.415	5.692.889
Aplic Dep Interfin	40.781	13.532	89.490	24.701	20.986	30.616
Relacoes Interfinanc	28.571	27.955	35.333	57.567	57.920	40.341
Relacoes Interdepend	0	0	0	0	0	0
Operacoes de Credito LP	2.692.497	3.240.559	5.159.972	6.037.716	6.787.690	7.828.129
Oper Arrend Mercantil	377.512	267.689	235.624	256.631	202.737	210.021
Outros Creditos	920.645	1.275.953	2.286.273	3.181.513	3.736.092	4.591.629
Outros Ativos LP	10.997	8.477	14.354	54.536	37.703	56.567
Permanente	1.616.994	1.673.146	3.336.837	3.563.967	3.388.852	3.201.708
Inv em Subsid e Outros	233.701	270.442	1.657.390	1.693.728	1.665.721	1.555.599
Imobilizado	944.348	1.005.726	1.225.435	1.240.732	1.047.243	988.338
De Uso	944.348	1.005.726	1.224.334	1.238.528	1.047.243	988.338
De Arrendamento	0	0	1.101	2.204	0	0
Diferido	438.945	396.978	454.012	629.507	675.888	657.771
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Passivo Total	31.726.884	35.996.587	51.496.304	55.616.443	75.374.792	69.631.534
Passivo Circulante	22.324.872	24.605.022	36.351.915	36.927.632	46.771.617	39.727.986
Depositos Totais	7.314.881	7.225.724	11.170.004	13.664.794	16.280.008	17.422.111
Depositos a Vista	1.047.466	1.339.665	2.391.980	2.402.945	3.251.054	2.728.555
Depositos de Poupanca	2.981.604	2.885.880	3.706.062	4.733.743	5.722.149	5.917.859
Depositos Interfinanc	40.184	32.607	198.213	152.114	66.690	248.324
Depositos a Prazo	3.245.627	2.967.572	4.873.749	6.375.992	7.240.115	8.527.373
Repasses no Pais CP	932.060	993.365	915.991	1.212.142	1.816.220	2.068.121
Repasse no Exterior CP	0	0	0	0	0	38.457
Outras Obrigacoes CP	5.251.979	4.590.529	6.724.557	6.443.612	6.776.343	6.549.868
Exigivel LP	5.943.660	6.792.948	8.636.823	11.530.168	21.267.306	21.836.278
Patrimonio Liquido	2.906.335	4.001.706	5.504.098	6.072.393	6.558.970	7.155.896
Capital Social	1.569.909	2.319.933	3.386.274	3.690.602	3.690.602	3.690.602
Reservas de Capital	157.553	1 <i>57.553</i>	157.553	157.740	158.059	158.473
Reservas de Reavaliacao	801	1.332	1.332	5.124	1.551	7.991
Ativos Proprios	0 -	-	-	0	0	0
Ativos de Contr/Colig	801 -	-	-	5.124	1.551	7.991
Reserva de Lucros	1.178.072	1.522.888	1.958.939	2.218.927	2.708.758	3.298.830
Reserva Legal	123.826	153.360 -		223.814	274.332	326.949
Reserva Estatutaria	990.348	1.369.528 -		1.931.215	2.370.528	2.657.983
Reserva p/ Contingencias	0	0 -		0	0	0
Reservas de Luc a Realz	0	0 -		0	0	0
Resv de Retencao de Luc	0	0 -		0	0	250.000
Resv Esp p/ Div nao Dist	63.898	0 -	-	63.898	63.898	63.898
Outras Reservas	0	0 -		0	0	0
Lucros Acumulados	0	0	0	0	0	0

<u>Unibanco</u>

Demonstração do Resultado

(dados Consolidados)					<u> </u>	
(dadoo oonoondadoo)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Rec da Intermed Financ	6.559.533	7.632.797	6.717.616	10.175.227	13.678.033	12.062.504
Res Operac de Credito	3.928.190	4.767.396	4.381.131	6.655.057	7.888.472	7.572.217
Result Oper Arrendam	310.165	454.512	158.092	169.527	140.559	85.892
Res Titulos Vals Mobs	2.058.240	2.149.585	2.084.916	3.111.434	6.746.899	3.717.961
Result Aplic Compuls	224.878	55.197	37.074	121.870	208.042	522.038
Resultado de Cambio	38.060	206.107	56.403	117.339	148.896	164.396
Outras Rec Operacionais	0	0	0	0	(1.454.835)	0
Ganhos Liq com Passivos Desp Intermed Financ	0 <i>4.174.526</i>	0 5.155.405	0 <i>4.075.647</i>	0 <i>6.438.944</i>	0 1 <i>0.212.288</i>	0 <i>6.378.244</i>
Captacao no Mercado	2.276.217	3.025.492	2.245.107	4.075.883	7.306.332	4.265.025
Empr Cessoes Repasses	731.943	922.503	588.898	713.334	1.068.612	658.267
Arrendamento Mercantil	0	0	0	0	0	0
Resultado de Cambio	0	0	0	0	0	0
Perdas Liq com Ativos	0	0	0	0	0	0
Prov Cred Liq Duvidosa	1.166.366	1.207.410	1.241.642	1.649.727	1.837.344	1.454.952
Outras Despesas Operac	0	0	0	0	0	0
Result Bruto Inter Fin Outras Rec Desp Operac	2.385.007 (1.764.523)	2.477.392 (1.496.751)	2.641.969 (1.878.373)	3.736.283 (2.502.454)	3.465.745 (2.383.006)	5.684.260 (3.777.706)
Receitas de Serv Banc	1.367.739	1.346.271	1.587.339	2.184.966	2.615.908	2.838.144
Despesas de Pessoal	1.143.110	1.052.831	1.164.584	1.603.423	1.646.562	1.772.343
Despesas Administrativ	1.628.037	1.673.794	1.837.141	2.360.441	2.586.056	2.805.790
Impostos Diversos	312.055	417.212	495.979	585.122	614.662	646.751
Equivalenc Patrimonial	2.596	3.366	3.696	7.575	(12.408)	435
Outras Rec Desp Operac	(51.656)	297.449	28.296	(146.009)	(139.226)	(1.391.401)
Outras Receitas Operac	1.503.062	711.502	398.624	2.167.353	2.870.501	3.483.084
Outras Despesas Operac Lucro Operacional	1.554.718 <i>620.484</i>	414.053 <i>980.641</i>	370.328 <i>763.596</i>	2.313.362 1.233.829	3.009.727 1. <i>082.739</i>	4.874.485 1.906.554
Resultado nao Operac	105.878	(83.827)	405.803	27.428	29.406	1.906.554
Receitas Nao Operac	105.878	0 -		167.084	169.863	81.227
Despesas Nao Operac	0	(83.827)		(139.656)	(140.457)	(70.705)
LAIR .	726.362	896.814	1.169.399	1.261.257	1.112.145	1.917.076
Provisao Impost de Rend	99.282	216.606	244.903	254.560	336.065	259.979
IR Diferido	0	(103.832)	(20.476)	(242.885)	(552.517)	233.245
Partic/Contrib Estatut	94.027	114.172	127.101	170.215	184.469	226.897
Participacoes Estatut Contribuicoes Estatut	94.027 0	114.172 0	127.101 0	170.215 0	184.469 0	226.897 0
Rever Juros s/Patr Liqui	0	0	0	0	0	0
Partic Acion Minoritar	78.91 <i>6</i>	79.185	78.718	107.426	133.765	144.609
Lucro Liquido	454.137	590.683	739.153	971.941	1.010.363	1.052.346
Unibanaa	D		1 0 :	. A . l' ~	d D	
Unibanco (dados Consolidados)	Dem	ionstração d	das Origens	e Aplicaçõe	es de Recur	<u>SOS</u>
(dadoo oonoondadoo)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Tot de Recursos Obtidos	5.472.346	6.882.211	13.104.038	12.316.467	21.759.411	11.905.934
Das Operacoes	671.465	902.944	1.453.846	1.437.376	1.446.390	1.437.153
Lucro Liquido	454.137	590.683	739.153	971.941	1.010.363	1.052.346
Itens q nao Afet CapCir	217.328	312.261	714.693	465.435	436.027	384.807
Depreciacao e Amortiz	216.714	269.160	307.947	312.134	330.075	351.327
Outros Fluxos de Cx Ope	614	43.101	406.746	153.301	105.952	33.480
Integraliz de Capital	0	750.024	1.062.174	2.321	0	0
De Terceiros Tot Recurs Aplicados	4.800.881 4.939.798	5.229.243 6.613.350	10.588.018 13.087.872	10.876.770 11.851.619	20.313.021 21.674.162	10.468.781 11.901.121
Dividendos	178.150	228.668	287.103	323.193	340.012	425.752
Outros Recursos Aplic	4.761.648	6.384.682	12.800.769	11.528.426	21.334.150	11.475.369
Aumento nas Disponibilid	532.548	268.861	16.166	464.848	85.249	4.813
<u>Unibanco</u>						
QUANTIDADE DE ACOES						
Qt Acoes Total Publicada	0	0	0	0	0	0
Qt Acoes Ordinarias	0	0	0	0	0	0
Acoes em Tesouraria Qt Acoes Total Calc	0 99.537.072	0 123.234.095	0 123.234.095	0 140.885.833	0 140.885.833	0 140.885.833
GL/10003 FOLAL CAIC	00.007.072	120.207.030	120.207.030	1-0.000.000	1-0.000.000	1-0.000.000

Perdigão (dados Consolidados)

Balanços Patrimoniais Históricos

(dados Consolidados)			_			
(,	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	dez/02	<u>dez/03</u>
Ativo Total	1.460.373	1.858.631	2.234.012	2.424.094	3.007.234	2.779.008
Ativo Circulante	681.831	750.348	1.195.289	1.043.055	1.862.352	1.666.586
Disponivel e Inv CP	373.663	343.590	656.183	402.976	904.248	648.520
Creditos Comerciais CP	119.822	138.935	212.243	256.308	197.520	153.010
Estoques	139.453	218.315	262.035	318.675	594.228	680.853
Outros Ativos CP	48.893	49.508	64.828	65.096	166.356	184.203
Realizavel LP	158.410	349.239	130.441	403.591	135.735	124.829
Creditos Comerciais LP	0	0	0	0	0	0
A Receber de Control LP	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos LP	158.410	349.239	130.441	403.591	135.735	124.829
Permanente	620.132	759.044	908.282	977.448	1.009.147	987.593
Inv em Subsid e Outros	462	476	5.433	483	442	469
Imobilizado	592.397	726.358	854.931	903.640	934.097	914.974
Imobiliz antes Deprec	711.628	885.116	1.057.862	1.158.319	1.249.172	1.302.997
Depreciacao Acumulada	(119.231)	(158.758)	(202.931)	(254.679)	(315.075)	(388.023)
Diferido	27.273	32.210	47.918	73.325	74.608	72.150
Diferido antes Amort	0	38.926	59.825	89.919	102.407	113.014
Amortizacao Acumulada	0	(6.716)	(11.907)	(16.594)	(27.799)	(40.864)
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Passivo e Patrimonio Liq	1.460.373	1.858.631	2.234.012	2.424.094	3.007.234	2.779.008
Passivo Circulante	598.702	718.543	921.126	1.014.013	1.667.162	1.320.356
Financiamento CP	466.554	526.896	491.918	686.324	1.249.721	796.609
Adiant de Contr de Camb	173.202	223.491	191.975	227.805	486.688	0
Debentures CP	91	208	10.026	10.315	12.471	14.977
Fornecedores CP	57.504	111.558	127.281	151.292	278.607	323.480
Impostos a Pagar CP	23.596	25.559	<i>39.765</i>	43.034	34.292	45.045
Dividendos a Pagar CP	9.556	5.603	17	2.491	20	3
Provisoes CP	30.918	24.606	27.753	33.206	32.306	41.136
A Pagar a Controlad CP	0	0	0	0	0	0
Outros Passivos CP	10.483	24.113	32.391	87.351	59.745	99.106
Exigivel LP	379.473	616.425	743.158	737.273	664.432	695.465
Financiamento LP	293.491	495.011	540.834	524.872	466.841	531.560
Debentures LP	17.942	41.217	70.219	73.899	64.580	53.343
Provisoes LP	0	0	0	0	0	0
A Pagar a Controlad LP	0	0	0	0	0	0
Outros Passivos LP	68.040	80.197	132.105	138.502	133.011	110.562
Patrimonio Liquido	482.198	523.663	554.931	672.808	675.640	763.187
Capital Social	415.433	415.433	415.433	415.433	490.000	490.000
Reservas de Capital	0	18	39	142	0	0
Reservas de Reavaliacao	0	0	0	0	0	0
Reserva de Lucros	66.765	108.212	139.459	257.233	185.640	273.187
Lucros Acumulados	0	0	0	0	0	0
Divida Fin Moeda Estrang	562.459	766.788	504.775	593.865	1.162.587	827.897

Perdigão

Demonstração do Resultado

(dados Consolidados)						
	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Receita Bruta	1.414.786	1.801.056	2.066.406	2.789.409	3.341.709	4.370.966
Rec Bruta Merc Interno	1.107.758	1.283.904	1.554.022	0	0	2.533.101
Rec Bruta Merc Externo	307.028	517.152	512.384	0	0	1.837.865
Impostos sobre Vendas	177.329	228.021	302.753	355.706	424.330	545.772
Receita Liquida Operac	1.237.457	1.573.035	1.763.653	2.433.703	2.917.379	3.825.194
Custo Produtos Vendidos	903.854	1.112.855	1.336.000	1.633.483	2.103.944	2.802.321
Lucro Bruto	333.603	460.180	427.653	800.220	813.435	1.022.873
Despesas Operac Proprias	241.849	299.273	320.139	441.181	599.222	735.537
Despesas com Vendas	209.247	267.429	284.058	400.907	554.449	682.573
Despesas Administrativ	32.602	31.844	36.081	40.274	44.773	52.964
Lucro Operac EBIT	91.754	160.907	107.514	359.039	214.213	287.336
Resultado Financeiro	0	(98.295)	(63.219)	(117.678)	(219.207)	(135.398)
Receitas Financeiras	0	188.899	128.775	171.507	383.590	17.421
Desp Fin e Juros s/ Patr	0	287.194	191.994	289.185	602.797	152.819
Despesas Financeiras	0	287.194	191.994	289.185	602.797	152.819
Juros s/Patrim Liquido	0	0	0	0	0	0
Outras Rec Desp Operac	418	4.586	7.162	1.689	(2.243)	(2.750)
Outras Receitas Operac	0	4.586	7.162	1.689	1.536	1.028
Outras Despesas Operac	0	0	0	0	3.779	3.778
Equivalenc Patrimonial	1.430	0	0	0	9.784	(1.184)
Lucro Operacional	93.602	67.198	51.457	243.050	2.547	148.004
Resultado nao Operac	0	(6.574)	1.305	(3.987)	(223)	(2.596)
Receitas Nao Operac	0	2.715	22.110	14.742	17.598	13.247
Despesas Nao Operac	0	9.289	20.805	18.729	17.821	15.843
LAIR	93.602	60.624	52.762	239.063	2.324	145.408
Provisao Impost de Rend	5.246	12.562	6.580	50.907	18.229	18.736
IR Diferido	0	0	0	6.261	(24.830)	(6.309)
Partic/Contrib Estatut	1.200	900	850	13.648	693	9.434
Participacoes Estatut	0	900	850	13.648	693	9.434
Contribuicoes Estatut	0	0	0	0	0	0
Rever Juros s/Patr Liqui	0	0	0	0	0	0
Partic Acion Minoritar	0	0	(57)	0	0	0
Lucro Liquido	87.156	47.162	45.389	168.247	8.232	123.547

<u>Perdigão</u>
(dados Consolidados)

Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos

(dados ositionidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>
Tot de Recursos Obtidos	305.505	467.566	887.340	613.354	961.258	683.460
Das Operacoes	128.902	141.584	465.764	297.007	563.392	218.555
Lucro Liquido	60.438	47.162	45.389	168.247	8.232	123.547
Itens q nao Afet CapCir	68.464	94.422	420.375	128.760	555.160	95.008
Depreciacao e Amort Ex	38.875	45.544	52.706	62.241	81.511	98.667
Variacoes Monetar LP	0	10.866	12.712	55.842	87.869	19.302
Outros Fluxos de Cx Ope	7.270	32.728	353.195	17.998	404.593	39.273
Integraliz de Capital	0	0	0	0	0	0
De Terceiros	176.603	325.982	421.576	316.347	397.866	464.905
Tot Recurs Aplicados	431.173	518.890	644.982	858.475	795.110	532.420
Aplic no Ativo Permanent	130.427	188.593	197.528	162.316	119.621	87.348
Aumto Investiment Perm	0	0	20.954	28.285	311	4
Compra de Ativos Fixos	119.603	176.423	156.357	118.578	106.523	74.374
Aumento do Diferido	10.824	12.170	20.217	15.453	12.787	12.970
Aumento do Realiz LP	0	0	0	0	0	5.195
Diminuicao de Pasv LP	154.514	175.090	348.954	340.644	630.875	403.699
Dividendos	16.020	13.108	14.142	50.473	5.400	36.000
Aquis Acoes Proprias	789	26	0	0	0	0
Outros Recursos Aplic	129.423	142.073	84.358	305.042	39.214	178
Aumento Cap de Giro	(125.668)	(51.324)	242.358	(245.121)	166.148	151.040
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

<u>Perdigão</u>

QUANTIDADE DE ACOES						
Qt Acoes Total Publicada	0	0	0	0	0	0
Qt Acoes Ordinarias	0	0	0	0	0	0
Acoes em Tesouraria	0	0	0	0	0	0
Ot Acoes Total Calc	22.326.192	22.326.192	44.652	44.652	44.652	44.652

<u>Sadia</u>

Balanços Patrimoniais Históricos

(dadas Caraslidadas)	<u> Balangoo Fatilino inalo Filotorioco</u>							
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>		
Ativo Total	2.006.412	3.369.874	3.280.327	3.457.318	5.131.905	5.487.666		
Ativo Circulante	1.130.087	1.423.668	1.255.731	1.603.985	2.792.836	4.013.709		
Disponivel e Inv CP	382.407	31.832	39.875	65.380	142.983	230.403		
Creditos Comerciais CP	245.585	847.089	680.719	871.033	1.767.094	2.856.384		
Estoques	337.664	539.484	529.897	661.637	877.366	920.564		
Outros Ativos CP	164.431	5.263	5.240	5.935	5.393	6.358		
Realizavel LP	245.976	849.741	925.564	816.475	1.316.621	499.268		
Creditos Comerciais LP	0	849.741	925.564	816.475	1.316.621	499.268		
A Receber de Control LP	0	0	0	0	0	0		
Outros Ativos LP	245.976	0	0	0	0	0		
Permanente	630.349	1.096.465	1.099.032	1.036.858	1.022.448	974.689		
Inv em Subsid e Outros	22.291	10.166	10.943	11.331	12.512	17.232		
Imobilizado	565.195	960.808	950.334	891.502	902.918	889.331		
Imobiliz antes Deprec	1.082.070	1.666.438	1.662.832	1.642.912	1.712.397	1.739.235		
Depreciacao Acumulada	(516.875)	(705.630)	(712.498)	(751.410)	(809.479)	(849.904)		
Diferido	42.863	125.491	137.755	134.025	107.018	68.126		
Diferido antes Amort	0	181.769	209.032	233.710	240.281	238.852		
Amortizacao Acumulada	0	(56.278)	(71.277)	(99.685)	(133.263)	(170.726)		
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
Passivo e Patrimonio Liq	2.006.412	3.369.874	3.280.327	3.457.318	5.131.905	5.487.666		
Passivo Circulante	791.435	1.804.511	1.656.864	1.336.604	2.553.549	2.297.151		
Financiamento CP	546.723	1.291.198	1.311.451	929.461	2.002.504	1.415.337		
Adiant de Contr de Camb	0	0	0	0	740.876	0		
Debentures CP	0	0	0	0	0	0		
Fornecedores CP	112.951	215.212	158.193	175.752	250.400	377.849		
Impostos a Pagar CP	23.956	41.457	32.189	37.934	46.645	62.193		
Dividendos a Pagar CP	25.891	26.918	25.160	52.793	55.666	87.963		
Provisoes CP	37.600	43.091	39.220	40.427	42.328	53.103		
A Pagar a Controlad CP Outros Passivos CP	0 44.314	0 186.635	0 90.651	0 100.237	0 156.006	0 300.706		
Outros i assivos or	44.514	100.033	30.031	100.237	130.000	300.700		
Exigivel LP	410.957	659.893	674.962	998.582	1.316.339	1.703.106		
Financiamento LP	360.460	494.066	546.205	889.767	1.205.160	1.502.994		
Debentures LP	0	0	0	0	0	0		
Provisoes LP	0	0	0	0	0	0		
A Pagar a Controlad LP	0	29.400	0	0	0	0		
Outros Passivos LP	50.497	136.427	128.757	108.815	111.179	200.112		
Patrimonio Liquido	780.931	858.977	948.113	1.121.599	1.261.654	1.487.422		
Capital Social	402.227	450.000	700.000	700.000	700.000	1.000.000		
Reservas de Capital	7.661	5	0	0	0	0		
Reservas de Reavaliacao	76	0	0	0	0	0		
Reserva de Lucros	76.421	48.151	186.354	308.756	468.215	470.252		
Lucros Acumulados	294.546	360.821	61.759	112.843	93.439	17.170		
Divida Fin Moeda Estrang	-	1.585.967	1.520.133	1.171.512	2.388.917	2.532.376		

<u>Sadia</u>

Demonstração do Resultado

<u>Sadia</u>	<u>Demonstração do Resultado</u>						
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	dez/99	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>	
Receita Bruta	2.654.161	3.145.990	3.257.944	4.017.076	4.689.274	5.855.435	
Rec Bruta Merc Interno	0	2.306.332	2.384.554	2.497.861	2.729.894	3.195.807	
Rec Bruta Merc Externo	0	839.658	873.390	1.519.215	1.959.380	2.659.628	
Impostos sobre Vendas	323.518	367.221	376.931	382.251	450.431	563.311	
Receita Liquida Operac	2.330.643	2.778.769	2.881.013	3.634.825	4.238.843	5.292.124	
Custo Produtos Vendidos	1.648.863	1.972.776	2.177.430	2.359.521	2.938.999	3.738.355	
Lucro Bruto	681.780	805.993	703.583	1.275.304	1.299.844	1.553.769	
Despesas Operac Proprias	<i>575.283</i>	530.864	611.312	756.389	927.532	991.061	
Despesas com Vendas	473.833	494.897	566.178	712.365	882.796	943.660	
Despesas Administrativ	101.450	35.967	45.134	44.024	44.736	47.401	
Lucro Operac EBIT	106.497	275.129	92.271	518.915	372.312	562.708	
Resultado Financeiro	290	(142.545)	(66.765)	(248.372)	(183.363)	148.712	
Receitas Financeiras	134.889	437.605	247.607	163.900	0	148.712	
Desp Fin e Juros s/ Patr	134.599	580.150	314.372	412.272	183.363	0	
Despesas Financeiras	134.599	580.150	314.372	412.272	183.363	0	
Juros s/Patrim Liquido	0	0	0	0	0	0	
Outras Rec Desp Operac	64.594	(48.951)	31.880	(24.247)	(33.382)	(51.033)	
Outras Receitas Operac	0	(23.580)	38.542	0	0	0	
Outras Despesas Operac	0	25.371	6.662	24.247	33.382	51.033	
Equivalenc Patrimonial	5.225	0	1.668	10.591	88.354	(63.678)	
Lucro Operacional	176.606	83.633	59.054	256.887	243.921	596.709	
Resultado nao Operac	5.198	2.673	5.286	2.982	1.463	(20.418)	
Receitas Nao Operac	5.198	2.673	5.286	2.982	1.463	0	
Despesas Nao Operac	0	0	0	0	0	20.418	
LAIR	181.804	86.306	64.340	259.869	245.384	576.291	
Provisao Impost de Rend	1.838	9.335	1.358	38.895	(325)	40.414	
IR Diferido	0	0	(54.813)	8.880	(12.724)	(52.330)	
Partic/Contrib Estatut	8.697	3.817	5.542	9.926	24.678	141.793	
Participacoes Estatut	0	3.817	5.542	9.926	24.678	141.793	
Contribuicoes Estatut	0	0	0	0	0	0	
Rever Juros s/Patr Liqui	0	0	0	0	0	0	
Partic Acion Minoritar	(158)	(9.027)	(496)	(439)	(337)	(349)	
Lucro Liquido	171.427	82.181	112.749	202.607	234.092	446.763	
Sadia	Demo	nstracão d	as Origens	e Aplicaçõe	es de Recur	sos	
	·	•		•			
(dados Consolidados)							
(dados Consolidados)	<u>dez/98</u>	<u>dez/99</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>	<u>dez/03</u>	
,		<u>dez/99</u> 256.092		<u> </u>		·	
Tot de Recursos Obtidos	301.873	256.092	169.655	863.573	187.295	1.740.589	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes	301.873 <i>273.311</i>	256.092 232.904	169.655 142.584	<u> </u>	187.295 209.866	1.740.589 800.420	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido	301.873 <i>273.311</i> 171.269	256.092 232.904 73.154	169.655 <i>142.584</i> 112.253	863.573 <i>405.830</i> 202.168	187.295 209.866 233.755	1.740.589 800.420 446.414	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir	301.873 273.311 171.269 102.042	256.092 232.904 73.154 159.750	169.655 142.584	863.573 <i>405.830</i> 202.168 203.662	187.295 <i>209.866</i> 233.755 (23.889)	1.740.589 800.420 446.414 354.006	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex	301.873 <i>273.311</i> 171.269 102.042 60.292	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731	169.655 <i>142.584</i> 112.253 30.331 104.987	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346)	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443	187.295 <i>209.866</i> 233.755 (23.889)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 0 940.169	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 (22.571) 215.389	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 0 940.169 263.318 110.220	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228 1.543	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasy LP Dividendos	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 0 80.205	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0 76.667	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 76.667 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 76.667 0 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias Particip Minoritarias	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384 7.000	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109 0	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 76.667 0 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644 0	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 76.667 0 0	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias Particip Minoritarias Outros Recursos Aplic Aumento Cap de Giro	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384 7.000 0 (237.458)	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109 0 214.263 (719.495)	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013 0 0 (20.290)	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0 0 668.514	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0 76.667 0 0 17.370 (28.094)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644 0 0 0 1.477.271	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias Particip Minoritarias Outros Recursos Aplic Aumento Cap de Giro Sadia QUANTIDADE DE ACOES Qt Acoes Total Publicada	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384 7.000 0 (237.458)	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109 0 214.263 (719.495)	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013 0 0 (20.290)	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0 0 668.514	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0 76.667 0 0 17.370 (28.094)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644 0 0 0 1.477.271	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias Particip Minoritarias Outros Recursos Aplic Aumento Cap de Giro Sadia QUANTIDADE DE ACOES Qt Acoes Total Publicada Qt Acoes Ordinarias	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384 7.000 0 (237.458)	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109 0 214.263 (719.495)	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013 0 0 (20.290)	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0 0 668.514	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0 76.667 0 0 17.370 (28.094)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644 0 0 0 1.477.271	
Tot de Recursos Obtidos Das Operacoes Lucro Liquido Itens q nao Afet CapCir Depreciacao e Amort Ex Variacoes Monetar LP Outros Fluxos de Cx Ope Integraliz de Capital De Terceiros Tot Recurs Aplicados Aplic no Ativo Permanent Aumto Investiment Perm Compra de Ativos Fixos Aumento do Diferido Aumento do Realiz LP Diminuicao de Pasv LP Dividendos Transf do Circ p/ Perm Aquis Acoes Proprias Particip Minoritarias Outros Recursos Aplic Aumento Cap de Giro Sadia QUANTIDADE DE ACOES Qt Acoes Total Publicada	301.873 273.311 171.269 102.042 60.292 49.383 0 0 28.562 539.331 165.210 86 131.591 33.533 147.591 100.428 56.673 45 62.384 7.000 0 (237.458)	256.092 232.904 73.154 159.750 71.731 81.341 0 0 23.188 975.587 229.252 2.531 166.851 59.870 372.093 89.009 40.249 16.612 14.109 0 214.263 (719.495)	169.655 142.584 112.253 30.331 104.987 (25.346) 0 27.071 189.945 157.228 1.543 117.521 38.164 5.253 0 26.451 0 1.013 0 0 (20.290)	863.573 405.830 202.168 203.662 114.652 29.443 0 0 457.743 195.059 110.500 1.949 81.151 27.400 0 80.205 4.354 0 0 668.514	187.295 209.866 233.755 (23.889) 122.485 (47.784) 0 0 (22.571) 215.389 121.352 0 111.927 9.425 0 0 76.667 0 0 17.370 (28.094)	1.740.589 800.420 446.414 354.006 137.062 176.751 0 940.169 263.318 110.220 0 102.124 8.096 0 0 150.454 2.644 0 0 0 1.477.271	