

## 6

### Resultados da Pesquisa

Nesse capítulo, são apresentados os resultados deste trabalho de pesquisa como os resultados da avaliação da ALL Logística. Tais resultados serão analisados e comparados com informações de mercado, projeções de bancos e corretoras, e com o desempenho de outras empresas que abriram capital no mercado brasileiro.

#### 6.1

##### Premissas da Avaliação

No negócio da ALL as barreiras de entrada são extremamente altas devido às características do setor, que é intensivo em capital. Na região de atuação da ALL não foi contemplada a entrada de nenhum competidor ferroviário devido ao alto custo envolvido. O serviço ferroviário é um meio altamente eficiente de transporte e a ALL, por ser um operador de logística integrado, oferece ainda serviços porta a porta, através do transporte rodoviário.

O maior competidor da empresa é a indústria de transporte rodoviário local, mas no segmento de longas distâncias (acima de 400 km) a ALL possui vantagem competitiva com custos de mão-de-obra e combustível bem inferiores ao setor rodoviário. Em relação à mão-de-obra, para transportar a mesma carga que um trem (um maquinista) são necessários 135 motoristas de caminhão. Além disso, os caminhões consomem duas vezes mais combustível (diesel) que as locomotivas.

Mesmo com todas estas vantagens, o serviço de transporte rodoviário ainda possui uma participação de mercado expressiva, o que significa uma oportunidade de crescimento para a ALL no futuro. Mesmo nas áreas aonde a ALL possui vantagem competitiva sua participação ainda é muito baixa como pode ser visto na Tabela 10.

Tabela 10: Potencial de aumentar a participação de mercado da ALL

(MM t/ ano)	ALL 2003	Tamanho do Mercado	Market Share (%)	Potencial de Crescimento
Commodities	15	35	43%	2,3 x
Industrial	8	40	20%	5,0 x
<b>Total</b>	<b>23</b>	<b>75</b>	<b>31%</b>	<b>3,3 x</b>

Fonte: Relatórios da ALL

Desde a privatização a ALL teve um ganho de produtividade no Brasil e na Argentina, com a capitalização, a empresa passará a ter condições de iniciar uma expansão, comprando vagões e locomotivas, que se traduzirão em ganhos de *market share* e receita.

O período de investimento considerado na projeção foi de 2004 a 2009. Neste período o volume teve um crescimento médio de 12%, no período subsequente, a média de crescimento foi de 3,5%, de acordo com a projeção do PIB. A Tabela 11 mostra a projeção do volume de 2004 a 2013.

Tabela 11: Volume Projetado da ALL (RTK bilhão)

Volume (RTK bilhão) <sup>1</sup>	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Brasil - Ferrovia</b>	<b>16,0</b>	<b>18,2</b>	<b>20,4</b>	<b>22,2</b>	<b>24,0</b>	<b>25,9</b>	<b>26,8</b>	<b>27,8</b>	<b>28,7</b>	<b>29,7</b>
Commodities agrícolas	9,8	11,0	12,2	13,2	14,3	15,4	15,9	16,5	17,1	17,7
Industrializados	6,2	7,2	8,2	9,0	9,7	10,5	10,9	11,3	11,7	12,1
<b>Brasil - Rodovia</b>	<b>82,2</b>	<b>94,6</b>	<b>106,9</b>	<b>118,6</b>	<b>128,1</b>	<b>138,4</b>	<b>143,2</b>	<b>148,2</b>	<b>153,4</b>	<b>158,8</b>
Var %	16,0%	15,0%	13,0%	11,0%	8,0%	8,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>VolumeTotal Brasil</b>	<b>98,276</b>	<b>112,784</b>	<b>127,298</b>	<b>140,852</b>	<b>152,121</b>	<b>164,29</b>	<b>170,04</b>	<b>175,992</b>	<b>182,151</b>	<b>188,527</b>
Var %	15,8%	14,8%	12,9%	10,6%	8,0%	8,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Argentina - Ferrovia</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>
Var %	15,3%	14,0%	13,0%	12,0%	12,0%	11,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Total Geral</b>	<b>102,4</b>	<b>117,5</b>	<b>132,6</b>	<b>146,8</b>	<b>158,8</b>	<b>171,7</b>	<b>177,7</b>	<b>184,0</b>	<b>190,4</b>	<b>197,1</b>
Var %	<b>15,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>12,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>

Fonte: ALL

Período de Investimentos

Crescimento em função do PIB

1: serviços de ferrovia são medidos por km percorridos

O preço bruto do frete foi reajustado pela inflação IGP-DI, conforme Tabela

12:

Tabela 12: Preço Bruto Projetado da ALL (R\$)

Preço (R\$)	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Brasil - Ferrovia</b>	<b>51,9</b>	<b>54,5</b>	<b>57,3</b>	<b>60,1</b>	<b>62,5</b>	<b>64,7</b>	<b>67,0</b>	<b>69,3</b>	<b>71,8</b>	<b>74,3</b>
Commodities agrícolas	51,3	53,9	56,6	59,4	61,8	64,0	66,2	68,5	70,9	73,4
Industrialized	53,2	55,8	58,6	61,5	64,0	66,2	68,6	71,0	73,4	76,0
<b>Brasil - Rodovia</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>
<b>Preço Brasil</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,1</b>	<b>12,5</b>	<b>12,9</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>14,3</b>
Var %	-6,5%	4,2%	4,5%	3,7%	3,8%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Argentina - Ferrovia</b>	<b>39,4</b>	<b>41,4</b>	<b>43,4</b>	<b>45,6</b>	<b>47,4</b>	<b>49,1</b>	<b>50,8</b>	<b>52,6</b>	<b>54,4</b>	<b>56,3</b>
Var %	6,5%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

A Tabela 13 mostra a evolução da Receita Bruta aberta por país. A Receita Líquida foi calculada através da margem histórica (% Imposto sobre vendas/ Receita Bruta) de 10% para 2004-2013.

Tabela 13: Evolução da Receita Bruta Projetada da ALL (R\$ MM)

Receita Bruta	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>Brasil - Ferrovia</b>	<b>833</b>	<b>993</b>	<b>1.170</b>	<b>1.336</b>	<b>1.501</b>	<b>1.678</b>	<b>1.797</b>	<b>1.925</b>	<b>2.062</b>	<b>2.209</b>
Commodities agrícolas	505	594	692	785	881	985	1.055	1.130	1.211	1.297
Industrialized	330	402	481	555	624	697	747	800	857	918
Brasil - Rodovia	222	268	318	370	416	465	498	533	571	612
<b>Receita Bruta Total Brasil</b>	<b>1.056</b>	<b>1.263</b>	<b>1.490</b>	<b>1.710</b>	<b>1.920</b>	<b>2.147</b>	<b>2.300</b>	<b>2.463</b>	<b>2.639</b>	<b>2.827</b>
<b>Argentina - Ferrovia</b>	<b>164</b>	<b>196</b>	<b>232</b>	<b>273</b>	<b>318</b>	<b>366</b>	<b>392</b>	<b>419</b>	<b>449</b>	<b>481</b>
<b>Receita Bruta Total</b>	<b>1.220</b>	<b>1.459</b>	<b>1.722</b>	<b>1.983</b>	<b>2.239</b>	<b>2.512</b>	<b>2.691</b>	<b>2.883</b>	<b>3.088</b>	<b>3.308</b>
Var %	22,1%	19,6%	18,1%	15,1%	12,9%	12,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%

A Tabela 14 mostra a projeção dos custos sobre o produto vendido (CPV). Foram projetados os seguintes itens: combustível, agregado e terceiros, despesas com mão de obra, manutenção, depreciação, concessão e arrendamento e outras. A projeção do item combustível foi aberta por preço (R\$/l) e consumo (litros). O preço foi reajustado pela inflação e o consumo foi projetado em função das toneladas por quilômetro percorrido, refletindo os investimentos em aumento de capacidade. O item agregados e terceiros reflete o aumento do tráfego rodoviário. As despesas com mão de obra, manutenção, depreciação e as outras despesas foram em função da margem histórica. As despesas com concessão e arrendamento permaneceram constantes.

Tabela 14: Evolução de Custos Projetada da ALL (abertura do CPV)

Custos	Previsto									
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	ALL									
Custo Produtos Vendidos	707	829	964	1.098	1.234	1.375	1.470	1.566	1.668	1.777
Combustível	182	216	254	292	329	368	394	420	449	480
Agregado e terceiros	144	163	184	206	231	254	272	286	300	315
Despesas com mão-de-obra	146	175	207	238	269	301	323	346	371	397
Manutenção	73	88	103	119	134	151	161	173	185	198
Depreciação e Amortização	56	67	79	91	103	116	124	133	142	152
Concessão e arrendamento	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Outras	75	90	106	122	138	155	166	178	190	204

As despesas operacionais próprias foram projetadas em função da margem da Receita Líquida.

A receita financeira foi calculada em função de uma taxa de remuneração de caixa de 10% ao ano. Já a despesa financeira foi calculada em função do custo da dívida  $K_d$  em dólar de 10% ao ano.

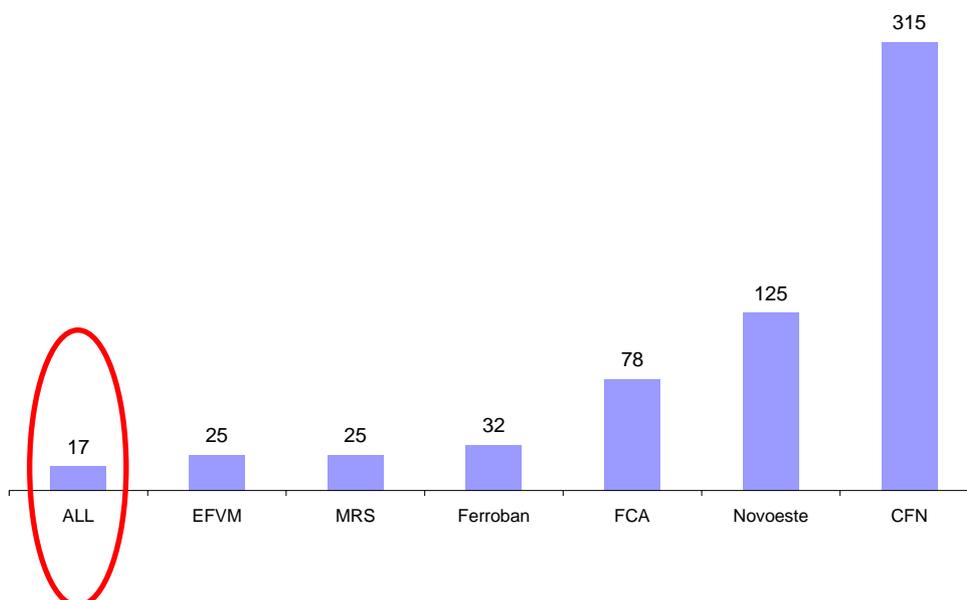
O resultado não operacional permaneceu constante em relação a 2003, R\$ 4,3 milhões. Para o cálculo do imposto foi utilizada uma alíquota de 34% ao ano, sendo 25% de imposto de renda e 9% de contribuição social. Maiores informações no Anexo 2.

### 6.1.1

#### CAPEX

De 1997 a 2003 a ALL investiu cerca de R\$ 664 milhões na recuperação de locomotivas e vagões e na melhora dos sistemas de comunicação e tecnologia. Tudo isso proporcionou uma melhora dos serviços e na segurança de suas operações. Em 2003 a ALL era a ferrovia mais segura operando no Brasil, com níveis de segurança das ferrovias de classe I dos Estados Unidos. A ALL possuía um índice de segurança de 17 incidentes/ milhão km, como mostram os Gráficos 9a e 10 e Y.

Gráfico 9a: Ferrovias Universo Brasileiro (incidentes / milhão de km)



Fonte: ALL

Gráfico 10: Ferrovias Universo Americano (acidentes / milhão de km)

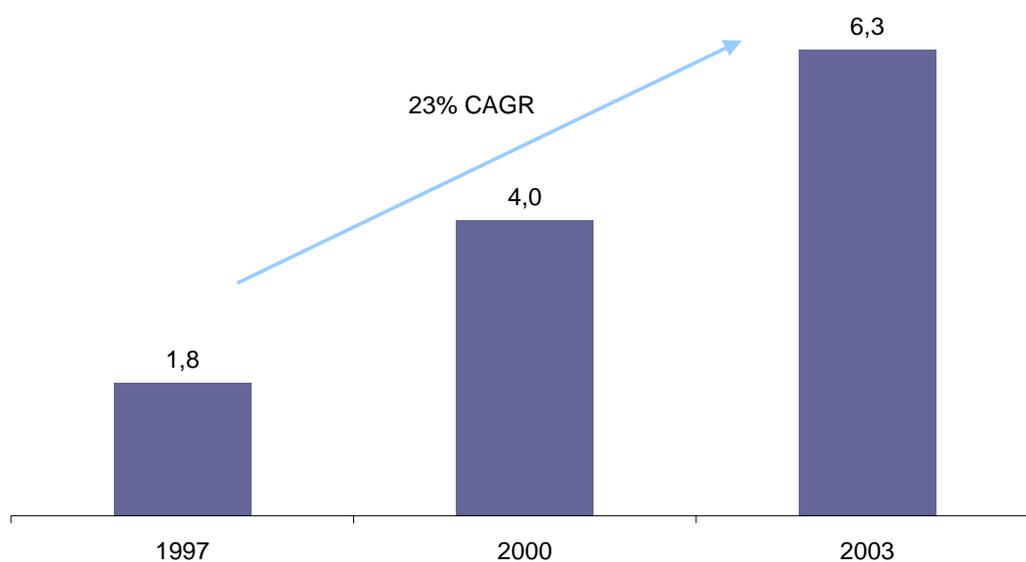


Fonte: ALL

Estes investimentos que melhoraram as operações e foram responsáveis por ganhos de eficiência e segurança e tecnológicos. Os gráficos 11 e 12 mostram que grande parte do crescimento da ALL nos últimos cinco anos foi resultado de ganhos de produtividade. Segundo informações da empresa a produtividade dos

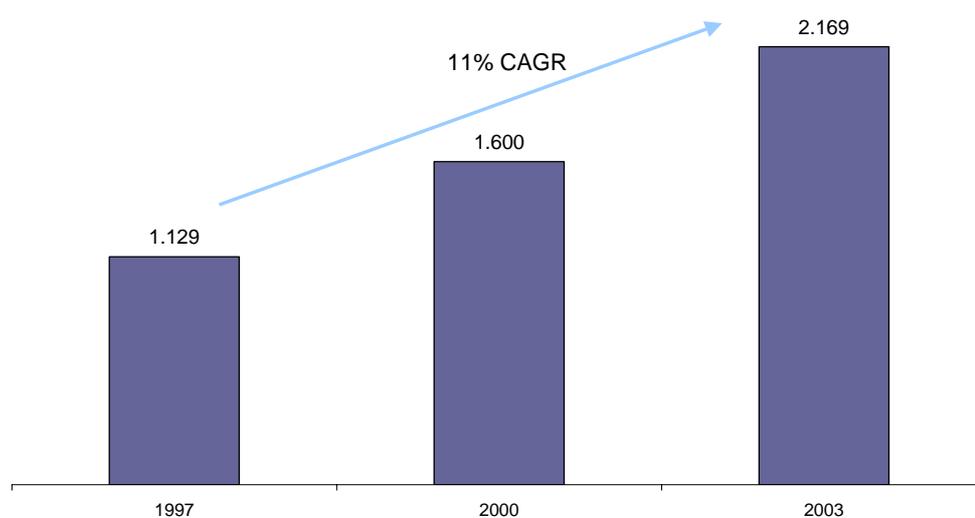
funcionários teve um crescimento agregado de 23% de 1997 a 2003, no mesmo período a produtividade das locomotivas teve um crescimento agregado de 11%.

Gráfico 11: Produtividade dos Funcionários (TKU / funcionário)



Fonte: ALL

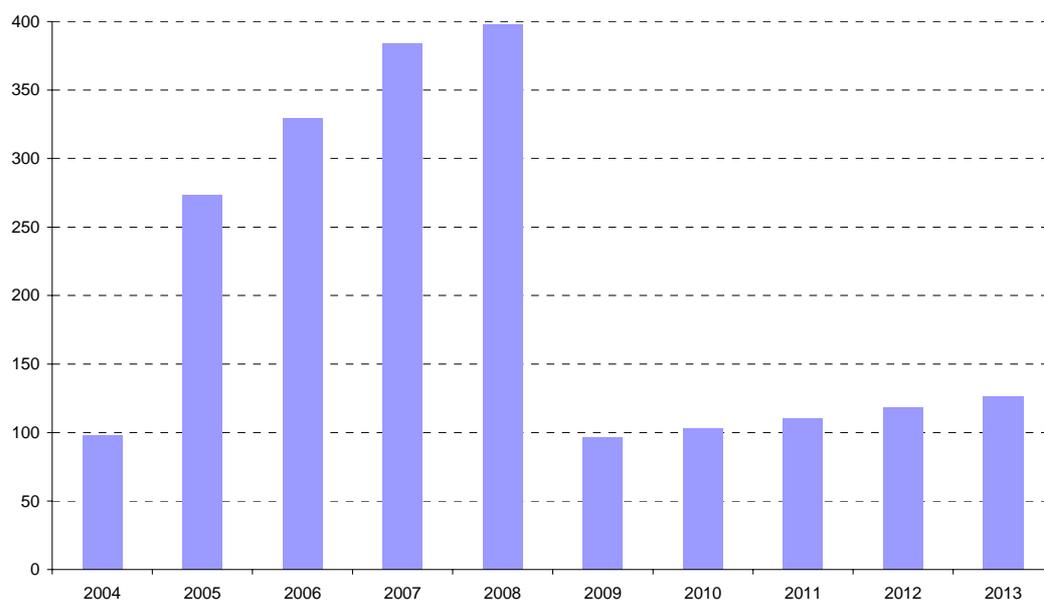
Gráfico 12: Produtividade das Locomotivas (TKU / Kgf)



Fonte: ALL

Na projeção, o crescimento da empresa foi baseado no aumento de material rodante (vagões e locomotivas). Nesta foram considerados a partir de 2004 investimentos para aumentar a capacidade da empresa. De 2004 a 2008 a empresa investirá cerca de R\$ 1,5 bilhão e nos anos subseqüentes uma média R\$ 120 milhões ao ano. O Gráfico 13 mostra a evolução projetada do CAPEX.

Gráfico 13: Projeção do CAPEX (RS MM)



A expansão inclui a compra de vinte e oito locomotivas em 2004, vinte duas em 2005, trinta e uma em 2006, trinta e duas em 2007 e trinta e três em 2008. Também foi considerada a aquisição de 4.328 vagões no período de expansão de 2004 a 2008, conforme Tabela 15.

Tabela 15: Projeção do Número de vagões e locomotivas da ALL 2004 - 2013

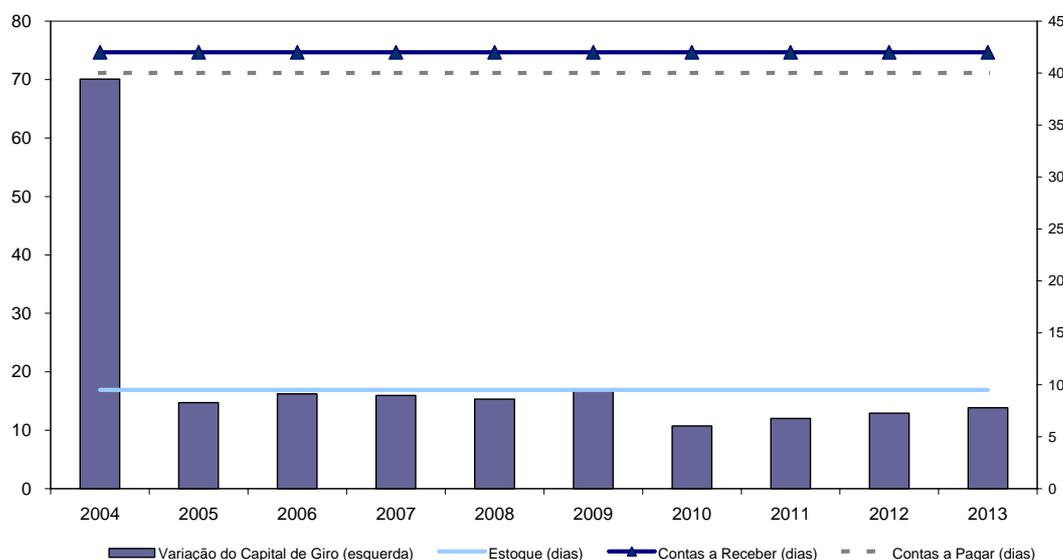
Dados de Locomotiva										
Brasil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aquisições (unidades)	28	18	26	28	26	0	0	0	0	0
Preço Médio Unitário (R\$)	726	785	864	1.222	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261
Locomotivas (R\$)	20	14	27	38	40	40	40	40	40	40
Fleet Brasil	454	472	498	526	552	552	552	552	552	552
Argentina										
Aquisições (unidades)	0	4	5	6	7	0	0	0	0	0
Preço Médio Unitário (R\$)	0	785	864	1.222	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261
Locomotivas (R\$)	0	3	6	7	9	9	9	9	9	9
Fleet Argentina	158	162	167	173	180	180	180	180	180	180
Dados Vagões										
Brasil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aquisições (unidades)	0	646	800	900	1000	0	0	0	0	0
Preço Médio Unitário (R\$)	0	156	172	188	205	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261
Locomotivas (R\$)	0	101	243	254	265	40	40	40	40	40
Fleet Brasil	11.215	11.861	12.661	13.561	14.561	14.561	14.561	14.561	14.561	14.561
Argentina										
Aquisições (unidades)	0	273	280	209	220	0	0	0	0	0
Preço Médio Unitário (R\$)	0	58	58	58	58	1.261	1.261	1.261	1.261	1.261
Locomotivas (R\$)	0	16	24	12	16	9	9	9	9	9
Fleet Argentina	6.364	6.637	6.917	7.126	7.346	7.346	7.346	7.346	7.346	7.346

### 6.1.2

#### Capital de Giro

Uma empresa de logística geralmente não é intensiva em capital de giro e um aumento das vendas pode até gerar alguns ganhos de eficiência. Na projeção foi mantido o ciclo de caixa operacional e a necessidade de capital de giro, em dias, como pode ser visto no Gráfico 14.

Gráfico 14: Projeção do Capital de Giro da ALL (em dias)



Como a ALL está exposta ao mercado local, a maioria de sua dívida está atrelada a R\$, e a dívida atrelada ao dólar está completamente *hedgiada*. Na projeção esta política foi mantida.

Tabela 16: Evolução da dívida atrelada a US\$/ R\$

	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total % em R\$	66%	80%	63%	73%	64%	63%	66%	69%	66%	71%
Total % em USD	34%	23%	39%	29%	37%	38%	35%	32%	35%	30%
Total % em Pesos	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
<b>Saldo Devedor (R\$ MM)</b>	<b>624</b>	<b>545</b>	<b>558</b>	<b>752</b>	<b>927</b>	<b>919</b>	<b>883</b>	<b>983</b>	<b>1.183</b>	<b>1.383</b>

Para o cálculo da estrutura de capital foram utilizadas empresas do setor ferroviário nos Estados Unidos e Canadá, a média da dívida/ capital total foi de 46% e a mediana 47%.

O custo da dívida foi calculado através de uma ponderação entre os custos e seus respectivos principais em 2004, chegou-se a um custo em dólar de 10,5% ao ano, que foi utilizado para os demais anos da projeção ( $K_d$ ). Com a abertura de capital o custo da dívida da ALL deverá baixar, por isso no cálculo do  $K_d$  foi utilizada a premissa que o custo máximo da dívida é de 11% em dólar. A ALL também deverá alongar o prazo da dívida que era de 2,68 anos.

Tabela 17: Custo da Dívida

Prazo Médio da Dívida			Custo da dívida		
Ano do Vencimento	Principal (R\$ MM)	Ponderação	Principal	Custo Médio	Ponderação
2004	185	185	até 7%	-	
2005	172	344	de 7,1% até 9%	72	8,1%
2006	187	562	9,1% até 11%	191	10,1%
2007	129	516	acima de 11%	469	11,0%
2009	59	353			
Total	732	1.960	Total	732	76,58
<b>Prazo Médio (anos)</b>		<b>2,68</b>	<b>Custo Médio Ponderado em USD</b>		<b>10,5%</b>

### 6.1.3

#### Recursos da Emissão

Os recursos captados foram contabilizados na conta "Caixa", dentro do Ativo Circulante, tendo como contrapartida um aumento correspondente no

patrimônio líquido da ALL. Na projeção foi considerado um aumento de capital de R\$ 252 milhões.

## 6.2

### Cálculo do WACC

O custo do capital próprio foi calculado através da fórmula do CAPM, que mede o risco em termos de variância não diversificável relaciona os retornos esperados a esta medida de risco. O risco não diversificável é medido pelo beta, que no caso da empresa fechada não deve ser calculado da maneira convencional, uma vez que estas empresas não são negociadas em Bolsa. Foi utilizada a metodologia de Damodaran - *Bottom-Up Beta*, que consiste em estimar o beta da empresa com base no setor que esta empresa esta inserida. Como a ALL não possui *peers* no Brasil, foram utilizadas algumas empresas da América do Norte (Canadá e Estados Unidos).

A Tabela 18 mostra as oito empresas utilizadas para o cálculo do beta. A média do beta desalavancado foi de 0,56 e a média do *ratio* Debt/ Equity foi de 0,88.

Tabela 18: Cálculo do beta desalavancado da ALL

	ADJ BETA <sup>1</sup>	D / E <sup>2</sup>	IR	beta desalavancado
CSX Corp	0,94	1,2	38%	0,55
Canadian National Railway co	0,86	1,0	38%	0,54
Canadian Pacific Railway	0,79	0,5	38%	0,60
Railamerica INC	1,25	1,2	38%	0,70
Northfolk Southern	0,66	1,1	38%	0,39
Union Pacific Railroad Co	0,83	0,6	38%	0,60
Burlington Northern Santa Fe Corp	0,75	0,8	38%	0,50
Kansas City Southern	0,87	0,6	38%	0,64
<b>Média</b>		<b>0,88</b>		<b>0,56</b>
<b>Mediana</b>		<b>0,90</b>		<b>0,57</b>

1: Dados Bloomberg Beta de 2 anos 1T02 - 1T04

2: Dados Bloomberg 1T04

Utilizado o beta desalavancado médio, o *target Debt/ Equity* e uma alíquota de IR de 34%, chegou-se a um beta alavancado de 0,89 para a ALL, conforme Tabela 19.

Tabela 19: Tabela do cálculo do beta alavancado da ALL

<b>ALL BETA</b>	
beta desalavancado	0,56
IR	34%
Target D/E	0,88
<b>Beta Alavancado</b>	<b>0,89</b>

Para o cálculo do CAPM foram utilizadas as seguintes premissas:

$$K_e = R_f + \beta \times (P_M) + \text{Risco País}$$

$R_f$  = Taxa livre de risco *yield* médio do *Treasure Bond* de 10 anos nos últimos 12 meses (4,8%).

Risco País = Média dos últimos 12 meses (6%)

$P_M$  = Prêmio de risco de 5%

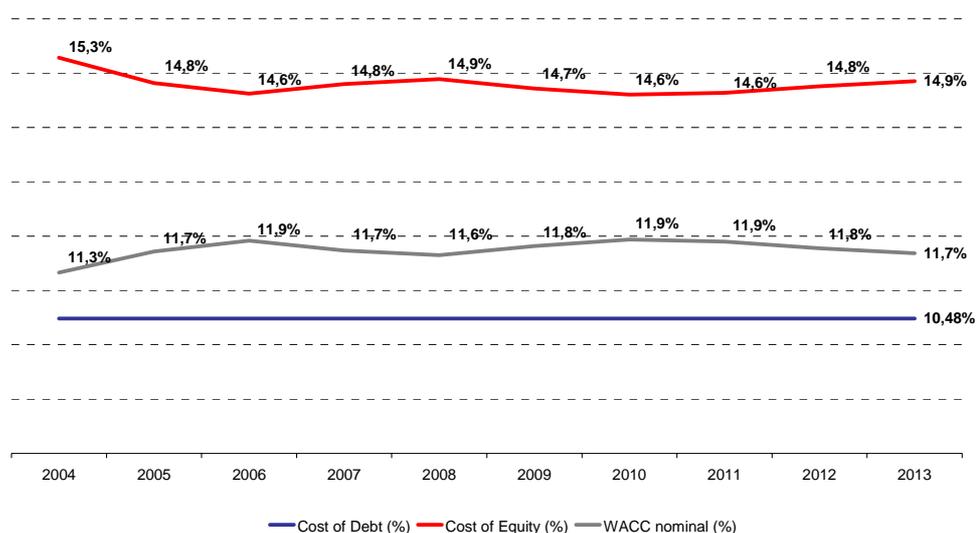
$\beta$  = alavancado de 0,89

O custo médio ponderado do capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa:

$$\text{WACC} = K_d \times \text{Dívida} / \text{Capitalização total} \times (1 - t) + K_e \times \text{Equity} / \text{Capitalização total}$$

O custo da dívida como citado anteriormente foi de 10,48% ao ano em dólar. O Gráfico 15 mostra a composição WACC e sua variação no decorrer da projeção.

Gráfico 15: Cálculo do WACC



### 6.3

#### Projeção por Fluxo de Caixa Descontado

Existem várias maneiras de descontar um fluxo de caixa, mas geralmente a maior diferença está na hora de escolher o fluxo a ser descontado: apenas o *equity*, ou a firma inteira que inclui, também, a dívida. A taxa de desconto utilizada também muda: ao descontar o *equity* será utilizado o custo de capital próprio ( $K_e$ ) derivado do CAPM, já no caso da firma é utilizada o custo médio e ponderado do capital (WACC).

A partir das premissas detalhadas anteriormente, a Tabela 20 mostra o fluxo de caixa da firma de 2004 a 2013.

Tabela 20: Fluxo de Caixa da Firma de 2004 - 2013

	Previsto									
Fluxo de Caixa da Firma	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Impostos	34%									
EBIT	289	362	442	521	593	675	727	788	853	924
Taxes on EBIT	98	123	150	177	202	230	247	268	290	314
<b>NOPLAT</b>	<b>191</b>	<b>239</b>	<b>292</b>	<b>344</b>	<b>392</b>	<b>446</b>	<b>480</b>	<b>520</b>	<b>563</b>	<b>610</b>
(+) Depreciação	62	74	88	101	114	128	137	147	158	169
(-) CAPEX	98	273	329	384	398	96	103	110	118	127
(+) Necessidade de Capital de Giro	70	15	16	16	15	17	11	12	13	14
<b>Fluxo de Caixa (FCFF) (R\$ MM)</b>	<b>85</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>93</b>	<b>461</b>	<b>503</b>	<b>545</b>	<b>590</b>	<b>638</b>
<b>FCFF (US\$ Mil)</b>	<b>28</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>136</b>	<b>146</b>	<b>154</b>	<b>164</b>	<b>174</b>

Para o cálculo da perpetuidade foi utilizada uma taxa de crescimento de 3,5%. A Tabela 21 mostra o valor da empresa é de US\$ 978 milhões que dividido pela quantidade de ações chega-se a um preço avaliado para a ALL de R\$ 62,99 um aumento de 31% em relação ao preço ofertado de R\$ 46,50.

Tabela 21: Cálculo do preço da ALL pelo Fluxo de Caixa da Firma

<b>Crescimento na perpetuity</b>	<b>4%</b>
VPL Operacional (US\$)	1.183
VPL Fluxo (US\$)	426
VPL Perpetuidade (US\$)	757
Dívida em 31/03/04 (US\$)	252
Caixa em 31/03/04 (US\$)	47
Dívida líquida (US\$)	204
Valor Justo (US\$)	978
Quantidade de ações	46,75
<b>Valor Justo por ação (US\$)</b>	<b>20,92</b>
<b>Valor Justo por ação (R\$)</b>	<b>62,99</b>
Preço da Ação Oferta (R\$)	46,50
Preço da Ação (US\$)	15,99
Mkt Cap (R\$)	2.174
Mkt Cap(US\$)	747
<b>Upside</b>	<b>31%</b>

A ALL também foi avaliada pelo fluxo de caixa do acionista, conforme Tabela 22.

Tabela 22: Fluxo de Caixa da Firma de 2004 - 2013

Fluxo de Caixa ao Acionista	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lucro Líquido	150	196	250	304	342	398	439	498	558	616
(+) Depreciação	62	74	88	101	114	128	137	147	158	169
(-/+ Variação no Capital de Giro	(70)	(15)	(16)	(16)	(15)	(17)	(11)	(12)	(13)	(14)
(-) CAPEX	(98)	(273)	(329)	(384)	(398)	(96)	(103)	(110)	(118)	(127)
(+/-) Variação da dívida	(174)	(79)	13	194	175	(8)	(36)	100	200	200
FCFE	(130)	(97)	6	200	218	405	426	622	785	845
FCFE USD	(43)	(31)	2	61	66	119	123	177	218	230

Novamente para o cálculo da perpetuidade foi utilizada uma taxa de crescimento de 3,5%. A Tabela 23 mostra que o valor da empresa é de US\$ 958 milhões que, dividido pela quantidade de ações, chega-se a um preço avaliado para a ALL de R\$ 59,61, um aumento de 28% em relação ao preço ofertado de R\$ 46,50.

Tabela 23: Cálculo do preço da ALL pelo Fluxo de Caixa do Acionista

VPL Fluxo	330
Perpetuidade (USD)	580
Caixa (USD)	47
Preço da Ação (R\$)	46,50
Valor Equity (USD)	958
Valor Equity (R\$)	2.787
Quantidade de ações	46,75
<b>Valor Justo por ação (R\$)</b>	<b>59,61</b>
<b>Upside</b>	<b>28%</b>

Como era esperado, os preços encontrados pelos dois métodos de avaliação foram muito parecidos. A avaliação pelo FCFF resultou num preço de R\$ 62,99 enquanto a avaliação pelo FCFE foi de R\$ 59,61 uma diferença de apenas de R\$ 3,38.

### 6.3.1

#### Análise de Sensibilidade

Como visto anteriormente a escolha das premissas pode modificar sensivelmente o preço do ativo. Com o objetivo de medir o impacto destas variações na ALL, foi realizada uma análise de sensibilidade do valor da ALL em função primeiramente de mudanças na taxa de crescimento da perpetuidade e na taxa de desconto.

Na avaliação da ALL foi utilizada uma taxa de crescimento (g) de 3,5%, já a taxa de desconto (WACC) foi calculada ano a ano, por isso, o valor das ações da empresa está na linha da taxa de crescimento de 3,5% e nas colunas aonde o WACC foi de 11,5% e 12%.

A Tabela 24 mostra as variações no preço das ações em função destas premissas. O preço da ALL varia quase de 100% passando de R\$ 40,40 (taxa de desconto de 13% e taxa de crescimento de 0%) para R\$ 82,70 (taxa de desconto de 13% e g = 3,5%)

Tabela 24: Análise de Sensibilidade do valor da ALL – Perpetuidade x Taxa de Desconto

Sensibilidade Crescimento Perpetuidade x Taxa de Desconto							
60,57	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
3,5%	82,7	75,0	68,4	62,8	58,0	53,7	50,0
3,0%	77,8	70,9	65,1	60,0	55,5	51,7	48,3
2,5%	73,6	67,4	62,1	57,4	53,4	49,8	46,6
2,0%	69,9	64,3	59,4	55,2	51,4	48,1	45,2
1,5%	66,6	61,5	57,0	53,1	49,6	46,6	43,8
1,0%	63,7	59,0	54,9	51,3	48,0	45,2	42,6
0,5%	61,1	56,8	53,0	49,6	46,6	43,9	41,5
0,0%	58,7	54,8	51,2	48,0	45,2	42,7	40,4

Outra análise de sensibilidade interessante é variar o risco país que afeta diretamente o custo do capital próprio (CAPM). Na época que a ALL abriu o capital, o risco Brasil era de 600 *basis points*, ou seja, 6%. Atualmente, fevereiro

de 2006, o risco país está entre 200 e 250 *basis points*. Neste cenário atual o preço da ALL deveria subir de R\$ 60,60 para algo em torno de R\$ 85,20 e R\$ 90,10.

Tabela 25: Análise de Sensibilidade do valor da ALL – Risco País x Taxa de Desconto

Sensibilidade Risco Brasil X Crescimento Perpetuidade							
60,57	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
2,0%	75,1	79,4	84,4	90,1	96,9	105,0	114,9
2,5%	71,6	75,5	80,0	85,2	91,2	98,4	107,1
3,0%	68,4	72,0	76,0	80,7	86,1	92,5	100,1
3,5%	65,5	68,7	72,4	76,6	81,5	87,2	93,9
4,0%	62,7	65,7	69,0	72,8	77,2	82,4	88,4
4,5%	60,1	62,8	65,9	69,4	73,4	78,0	83,3
5,0%	57,7	60,2	63,0	66,2	69,8	74,0	78,8
5,5%	55,5	57,8	60,4	63,3	66,6	70,3	74,7
6,0%	53,4	55,5	57,9	60,6	63,6	67,0	70,9
6,5%	51,5	53,4	55,6	58,1	60,8	63,9	67,4
7,0%	49,7	51,5	53,5	55,7	58,2	61,1	64,3

## 6.4

### Avaliação por Múltiplos

ALL não possui competidores de capital aberto no Brasil. Na América Latina não existem empresas adequadas para comparação, por isso foi utilizado um grupo de empresas norte americanas para avaliação por múltiplos.

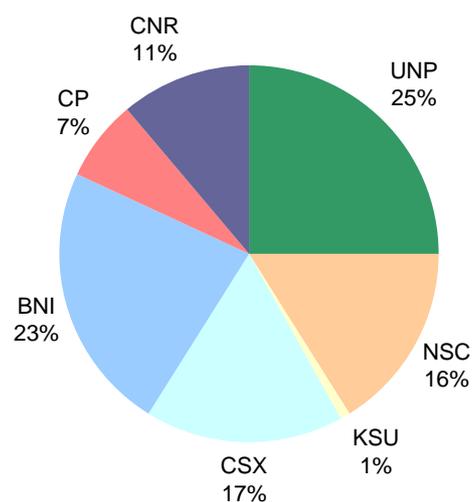
Neste grupo incluem 6 empresas americanas (Burlington Santa Fé, Union Pacific, CSX Corporation, Norfolk Southern, Kansas City Southern e Railamerica) e outras 2 empresas canadenses (Canadian National Railway e Canadian Pacific Railway). A seguir segue uma breve descrição de cada uma delas:

Por fins regulatórias, as grandes ferrovias são denominadas “*US Class I Railroads*”, que são ferrovias que possuíam receitas superiores as US\$ 277,75 milhões em 2003.

As ferrovias de classe I são:

1. Union Pacific Railroad (UNP);
2. Burlington Northern and Santa Fe Railway (BNI);
3. CSX Transportation (CSX);
4. Norfolk Southern (NSC);
5. Canadian National Railway (CNR);
6. Canadian Pacific Railway (CP);
7. Kansas City Southern Railway (KSU).

Gráfico 16: Participação de Mercado das Ferrovias Classe I Norte Americanas



A receita total destas sete maiores ferrovias foi estimada em US\$ 51 bilhões em 2005. As ferrovias com receita entre US\$ 20 milhões e US\$277,7 são denominadas “Class II” - Classe II ou regionais, e as com receita inferior a US\$20 milhões são as “Class III” - Classes III ou linhas curtas .

### **Burlington Santa Fé – BNI**

A Burlington Northern Santa Fé Corp. através de suas subsidiárias opera o negócio de transporte ferroviário. A empresa opera o maior sistema ferroviário da América do Norte. A BNFS opera um sistema de 32.000 milhas de extensão que

atravessam vinte e oito estados e duas províncias canadenses. Cerca de 8.000 milhas são concessões.

### **Union Pacific – UNP**

A Union Pacific Railroad é o “braço” operacional da Union Pacific Corporation, a ferrovia abrange vinte e três estados. A Union Pacific Corporation foi incorporada em 1969. A UP possui aproximadamente 33.000 milhas, que ligam a Costa do Pacífico e a Costa do Golfo com os portos do centro oeste e do leste dos estados Unidos.

### **CSX**

CSX Corporation possui empresas com operações ferroviárias, intermodal, de logística interligando trem ao caminhão, integra mais de 70 rios, oceanos e lagos, e também mais de 200 ferrovias de curta distância.

A principal empresa operacional, CSX Transportation Inc., é a ferrovia mais extensa dos Estados Unidos com 22.000 milhas atravessando vinte e três estados, o distrito de Columbia e duas províncias canadenses.

### **Norfolk – NSC**

Norfolk Southern Corporation is a Norfolk é a controladora da Norfolk Southern Railway Company. A ferrovia opera 21.300 milhas em vinte dois estados, os distritos de Columbia e Ontário, interligando todos os portos do leste com algumas ferrovias do oeste e do Canadá.

### **Canadian National Railway – CNR**

O Governo Federal do Canadá criou a Canadian National Railway (CNR) através do “*Privy Council*” em 1918. CNR foi uma união de empresas ferroviárias que tinham problemas financeiros e que eram de propriedade estatal. Em 1995 a

empresas foi privatizada através de um IPO. O controle tem um limite máximo de 15%.

A CNR possui 100% de quatro ferrovias americanas: Grand Trunk, Illinois Central, Wisconsin Central, Great Lakes Transportation e BC Rail, que foram compradas depois da privatização (em 1999, 2001, 2004 e 2004, respectivamente).

A CNR opera uma ferrovia de 17.500 milhas, sendo 11.500 milhas no Canadá e 6.000 milhas nos Estados Unidos.

### **Canadian Pacific – CP**

A CP foi criada em 1881 e nos 120 anos subsequentes a empresa construiu a primeira ferrovia transcontinental resultando no conglomerado Canadian Pacific Limited (CPL). A CPL opera no setor de transporte ferroviário, mas também se dedica à exploração mineral. A Canadian Pacific Railway Limited - CP foi criada em outubro de 2001 com a cisão da CPL em cinco empresas. A CP opera ainda duas ferrovias americanas: *the Soo Line* e a ferrovia Delaware e Hudson - D&H.

Atualmente a empresa opera 13.800 milhas, sendo 9.500 milhas de concessões. A empresa interliga os principais portos canadenses de Vancouver e Montreal, como também os centros industriais do centro oeste americano, incluindo Chicago, transportando *commodities*, produtos minerais, automotivos, industriais e contêineres através do sistema intermodal.

### **Kansa City Southern – KSU**

A Kansas City Southern é a menor ferrovia de Classe I. A empresa Kansas City Southern Railway (KCSR) possui e opera cerca de 3.100 milhas de ferrovias no meio oeste e no sudoeste dos Estados Unidos. KCSR transporta produtos florestais, metais, químicos, derivados de petróleo e por fim, produtos agrícolas e minerais. A KCS oferece serviços de frete no México, através da subsidiária Kansas City Southern de México (KCSM), uma das principais ferrovias mexicanas. KCSM, era chamada de Transportación Ferroviaria Mexicana (TFM), opera os três maiores portos no México, e 15 estados mexicanos e a cidade do

México. KCS também controla a Texas Mexican Railway, que faz a conexão entre os sistemas da KCSR e da KCSM.

A ALL apresenta algumas diferenças em relação às empresas norte-americanas. A empresa possui um serviço de logística integrado, ao contrário das ferrovias norte-americanas, com exceção da CSX. O mercado também é diferente porque a ALL possui uma concessão para operar o transporte ferroviário, enquanto as empresas norte americanas são as donas de suas ferrovias. Outra diferença é em relação à concorrência, a ALL é a única operadora em sua área de cobertura, enquanto as empresas norte americanas muitas vezes disputam as mesmas áreas.

Apesar destas diferenças, as ferrovias classe I norte-americanas (principalmente as canadenses) possuem o segmento de transporte intermodal bastante desenvolvido, possuindo uma participação, em 2003, de cerca 32% no volume transportado, a mesma percentagem da ALL em 2004.

As empresas descritas anteriormente foram utilizadas na avaliação por múltiplos. A Tabela 26 mostra o resumo de alguns dos múltiplos estimados das empresas para os anos de 2004 e 2005. Foram utilizados os múltiplos de EV/EBITDA e PE. A análise será baseada no múltiplo EV/EBITDA.

Tabela 26: Análise dos Múltiplos das empresas norte americanas

Ferrovias Classe I	Ticker	EV /	EV /	PE	PE
		EBTIDA	EBTIDA	2004E	2005E
		2004E	2005E	2004E	2005E
Burlington <sup>1</sup>	BNI	9,1	5,8	13,4	12,0
Canadian National <sup>2</sup>	CNI	7,1	6,5	13,2	11,7
Canadian Pacific <sup>3</sup>	CP	6,4	5,9	13,1	11,2
CSX <sup>4</sup>	CSX	7,5	8,2	14,1	11,5
Norfolk <sup>5</sup>	NSC	8,2	7,6	14,3	12,4
Union Pacific <sup>6</sup>	UNP	6,6	-	13,9	12,6
Kansas City <sup>7</sup>	KSU	12,3	-	22,3	-
	Máximo	12,3	8,2	22,3	12,6
	Mediana	7,3	6,9	13,7	11,7
	Média	7,9	6,9	14,7	11,9
	Mínimo	6,3	5,8	13,1	11,2

1 Fonte: Relatório Morgan Stanley 23/06/04

2 Fonte: Relatório Morgan Stanley 27/05/04

3 Fonte: Relatório Morgan Stanley 30/04/04

4 Fonte: Relatório Fulcrum 29/01/04

5 Fonte: Relatório Morgan Stanley 05/03/04

6 Fonte: Relatório Morgan Stanley 22/01/04

7 Fonte: Relatório UBS 28/01/04

Em 2004 as empresas de logística norte-americanas possuíam um múltiplo EV/ EBITDA estimado variando entre 6,3x e 12,3x com média de 7,5x e mediana de 6,9x. De acordo com a projeção, o EBITDA da ALL em 2004 é de R\$ 351 milhões. Aplicando o múltiplo EV/ EBITDA de 2004 na ALL obtemos um valor para as ações variando entre R\$ 41,23,57 e R\$ 86,25, com média de R\$ 53,62 e mediana de R\$ 49,09, conforme Tabela 27.

Tabela 27: Preço da ALL por múltiplos de mercado

<b>Preço da ALL</b>	<b>R\$ MM</b>
EBITDA 2004	351
Número de ações	46,75
EV máximo 2004	4.317,30
EV mediana 2004	2.579,85
EV médio 2004	2.791,94
EV mínimo 2004	2.212,36
Dívida Líquida	285,00
<b>Preço ALL</b>	<b>R\$</b>
máximo	86,25
mediana	49,09
médio	53,62
mínimo	41,23

O preço encontrado está abaixo das projeções pelo Fluxo de Caixa Descontado.

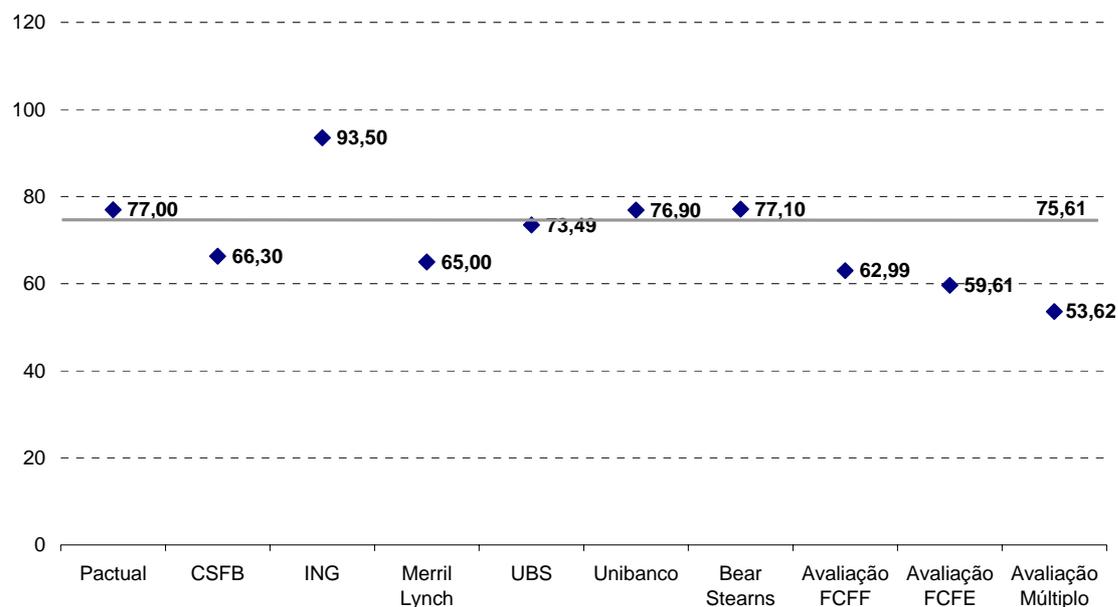
As ferrovias classe I norte americanas apresentaram um múltiplo PE estimado para 2004 variando de 13,1x a 22,3 x com média de 14,7 e mediana de 13,7. De acordo com a projeção o Lucro Líquido da ALL em 2004 é de R\$ 149,7 milhões. Aplicando o múltiplo PE de 2004 na ALL obtém-se um valor para as ações variando entre R\$ 41,94 e R\$ 71,41, com média de R\$ 47,07 e mediana de R\$ 43,87.

Segundo a projeção para o ano de 2005 a ALL apresenta um crescimento de 31%, passando para R\$ 195,8 milhões, aplicando os múltiplos de 2005 das ferrovias norte americanas: máximo de 12,6, mínimo de 11,2, mediana de 11,7 e por fim, média de 11,9. O preço das ações da ALL em 2005 sobe para R\$ 49,84, utilizando a média.

As avaliações da ALL foram muito positivas, a empresa abriu o capital a R\$ 46,50 e a média de preço (*target*) de sete bancos que fizeram a cobertura da

empresa depois da abertura de capital foi de R\$ 75,61, como mostra o Gráfico 17. Informações como data e método de avaliação estão no Anexo 6.

Gráfico 17: Avaliação do preço para as ações da ALL (em R\$)



É possível ver que os preços recomendados pelos bancos são superiores à avaliação tanto por fluxo de caixa descontado quanto por múltiplos. Isso acontece pela natureza da atividade dos bancos que é chamada de “*sell side*”. Os bancos têm interesse que seus clientes movimentem seu dinheiro pois ganham na taxa de corretagem e administração, ou seja, os bancos querem vender. Com isso, logicamente, os preços tendem a ser mais altos devido ao uso de premissas mais agressivas (taxa de crescimento mais alta). A média do preço da avaliação dos bancos é R\$ 75,61, enquanto a média das três avaliações (*FCFF*, *FCFE* e Múltiplos) é de R\$ 58,74.

## 6.5

### Análise da Performance da ALL

Em 2005 a ALL foi negociada com múltiplo entre 7x – 8x o *EV/ EBITDA*. A média do mercado foi de 4,5 x, enquanto que empresas mais líquidas como Petrobrás e CVRD possuem um múltiplo *EV/ EBITDA* estimado para 2006 de 4,0

x e 6,0 x, respectivamente. De acordo com a reportagem do Valor Econômico<sup>21</sup>, a euforia com as aberturas de capital pode ser vista observando os múltiplos de transação da Natura 17 x, DASA 15 x e Localiza 10 x.

Muitos autores mostram que os retornos iniciais das emissões públicas de ações para abertura de capital no Brasil são muito elevados. Nas emissões ocorridas entre 1978 e 1993, o retorno mediano entre o preço da emissão e a cotação de fechamento no primeiro dia do pregão foi superior a 35%.

Na tentativa de observar se este comportamento se aplica às emissões de 2004 e 2005, foram selecionadas algumas empresas que tiveram abertura de capital, emissão primária e secundária de ações. A valorização média das ações foi de 6,5%.

Tabela 28: Desempenho no Primeiro Dia de Empresas que abriram o Capital

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Data</b>	<b>Preço Inicial</b>	<b>Preço em D+1</b>	<b>%</b>
UOL Inc SA	Tecnologia	17/12/05	18,00	21,00	16,7%
Grupo Cosan	Consumo	17/11/05	48,00	55,60	15,8%
Nossa Caixa SA	Financeiro	27/10/05	31,00	35,10	13,2%
Cyrela Brazil Realty SA	Imobiliário	21/09/05	18,00	18,10	0,6%
OHL Brasil Ltda	Construção Civil	14/07/05	18,00	18,20	1,1%
EDP Energias do Brasil SA	Energia	13/07/05	18,00	19,59	8,8%
Lojas Renner SA	Consumo	30/06/05	37,00	37,40	1,1%
TAM LINHAS AEREAS	Transporte	14/06/05	18,00	18,00	0,0%
Localiza Rent A Car SA	Consumo	23/05/05	11,50	11,34	-1,4%
Ultrapar Participacoes SA	Petroquímico	13/04/05	15,45	16,00	3,6%
Ultrapar Participacoes SA	Petroquímico	13/04/05	40,00	40,09	0,2%
Submarino SA	Consumo	30/03/05	16,00	21,57	34,8%
Renar Maçãs	Consumo	25/02/05	1,60	1,62	1,3%
Bradespar	Financeiro	15/12/04	77,00	77,00	0,0%
Porto Seguro	Financeiro	22/11/04	18,75	18,19	-3,0%
DASA	Serviços Médicos	19/11/04	20,00	24,00	20,0%
Grendene SA	Consumo	29/10/04	31,00	34,75	12,1%
Sabesp	Saneamento	29/10/04	113,47	113,47	0,1%
CPFL Energia SA	Energia	29/09/04	18,00	18,00	0,1%
CPFL Energia SA	Energia	29/09/04	17,22	16,17	0,1%
WEG		03/09/04	7,30	7,68	5,2%
All America Latina Logistica	Transporte	25/06/04	46,50	52,62	13,2%
Gol Linhas Aereas Inteligentes ON	Transporte	24/06/04	17,00	9,11	5,38%
Gol Linhas Aereas Inteligentes PN	Transporte	24/06/04	26,57	28,00	5,4%
Natura Cosméticos SA	Consumo	26/05/06	36,50	42,20	15,6%
Cia de Concessões Rodoviárias	Transporte	28/04/04	23,50	23,60	0,4%
<b>Média</b>					<b>6,5%</b>

<sup>21</sup> Valor Econômico- 08/02/06 “Ressaca dos anos 70 não deve se repetir” Catherine Vieira e Vanessa Adachi.

A ALL encerrou o ano de 2004 cotada a R\$ 77,80, uma valorização de 67% em relação a abertura de capital. O preço no final do ano ficou cerca de R\$ 2,19 acima da média das projeções. Em 2005 a ação também obteve um bom desempenho e apresentou uma valorização de 28%, fechando o ano a R\$99,75.

O desempenho da empresa tem sido excepcional, no relatório divulgado em 09 de fevereiro de 2006 o UBS<sup>22</sup> aumentou o *target* para a ALL para R\$ 160,00. Nesta mesma data a ALLL11 estava cotada a R\$ 117,00, representando uma valorização de 37%, nos prazo de 12 meses. Segundo estimativas do UBS a ALL está sendo negociada a um múltiplo *EV/ EBITDA* de 10,3 x e de *PE* 21,1 x

Em relação a performance financeira e operacional a ALL apresentou uma Receita Líquida em 2004 de R\$ 947 milhões, 13,7% menor que a projeção. A empresa teve um EBITDA de R\$ 351 milhões, exatamente o que foi projetado. A margem EBTIDA em 2004 foi de 37%, cinco pontos percentuais acima da projeção e sete pontos percentuais acima de 2003.

O Lucro Líquido ficou em linha com o projetado cerca de R\$ 150 milhões. A Dívida Líquida alcançou R\$ 171 milhões em 2004, enquanto o projetado era R\$ 275 milhões. A Tabela 29 mostra um resumo do projetado x executado.

Tabela 29: Comparação ALL: Executado x Projetado (2004)

(R\$ MM)	2003	2004	2004E
Receita Líquida	893	948	1098
Lucro Bruto	277	334	391
EBITDA	271	351	351
Margem EBITDA	30%	37%	32%
Lucro Líquido	4,4	151	150
Patrimônio Líquido	331	739	696
Dívida Líquida	544	171	285
Dívida Líquida / EBTIDA	2,0	0,5	0,7

Fonte: ALL

<sup>22</sup> ALL "Win-Win Scenario; Raising target to R\$160/share" (Buy 2) Rodrigo Goes. Banco UBS