

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Carla Dodsworth Albano**

**Um Estudo de Caso da Abertura de Capital no Brasil:  
O IPO da América Latina Logística – ALL**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta

Rio de Janeiro

Fevereiro de 2006



**Carla Dodsworth Albano**

**Um Estudo de Caso da Abertura de Capital no Brasil:  
O IPO da América Latina Logística – ALL**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta**

Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira**

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2006

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da Universidade, da autora e do orientador.

### **Carla Dodsworth Albano**

Graduou-se em Economia pela PUC-Rio em 1999. MBA em Finanças Corporativas no IBMEC concluído em 2001. Atualmente é analista de negócios da Companhia Vale do Rio Doce atuando na área de M&A da Diretoria de Finanças Corporativas, onde trabalha desde 2003. Iniciou sua carreira na Petros trabalhando com análise macroeconômica e avaliação de empresas e projetos.

#### Ficha Catalográfica

Albano, Carla Dodsworth

Um estudo de caso de abertura de capital no Brasil : o IPO da América Latina logística – ALL / Carla Dodsworth Albano ; orientador: Luiz Felipe Jacques da Motta. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2006.

105 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Abertura de capital. 3. Emissão pública de ações. 4. Avaliação de investimentos. 5. Logística. 6. Brasil. I. Motta, Luiz Felipe Jacques da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para minha mãe, Claudia, pela dedicação, formação de caráter, incentivo aos estudos e por ter me proporcionado esta oportunidade.

## Agradecimentos

Ao meu orientador, Luiz Felipe Jacques da Motta, pelo apoio e confiança em mim depositados e pela intelectualidade, experiência e simplicidade demonstradas no desenvolvimento desta dissertação.

Aos Professores Antonio Carlos Figueiredo Pinto e Marco Antonio de Oliveira, por terem participado da Comissão Examinadora e pelas valiosas sugestões..

Aos meus pais, Felipe e Claudia, pela educação e orientação que foram muito importantes para as minhas conquistas profissionais e acadêmicas.

A minha irmã, Paula, pelo companheirismo, amizade e paciência na revisão deste trabalho.

Ao meu marido, Bernardo Miller, pelo incentivo, apoio e compreensão.

Ao Diego pela amizade, carinho e apoio.

A todos os demais professores do Mestrado em Administração de Empresas da PUC-Rio, pelo esforço e sucesso na condução de suas disciplinas.

A todos os meus brilhantes colegas de turma que fizeram de nossa convivência um início de uma sólida amizade.

## Resumo

Albano, Carla Dodsworth; Motta, Luiz Felipe Jacques (Orientador). **Um Estudo de Caso da Abertura de Capital no Brasil: O IPO da América Latina Logística – ALL**. Rio de Janeiro, 2006. 105p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A abertura de capital (IPO) é um bom indicador da performance da economia. Mostra que as empresas estão tendo um bom resultado e que os investidores estão com mais confiança na economia. A atividade de IPO tem aumentado significativamente nos últimos anos mostrando uma maior confiança na economia, apesar de alguns mercados continuarem vulneráveis. Este trabalho tem por objetivo final apresentar as melhores práticas de avaliação de investimentos para empresas brasileiras de capital fechado e, portanto, oferecer às comunidades acadêmica e corporativa um serviço público – uma referência prática, através da avaliação da ALL - América Latina Logística. Busca-se, comparar o preço avaliado com o preço ofertado, verificando se o preço foi subavaliado e, ainda, comparar a performance da ação no primeiro dia de negociação com as empresas de outros setores.

## Palavras-chave

Abertura de capital; emissão pública de ações; avaliação de investimentos; logística e Brasil.

## **Abstract**

Albano, Carla Dodsworth; Motta, Luiz Felipe Jacques (Advisor). **A Case Study of The Initial Public Offering in Brazil: The IPO of América Latina Logística – ALL**. Rio de Janeiro, 2006. 105p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The initial public offering (IPO) is a good indicator of the economy situation. It reflects the strong performance of the companies and also the confidence of investors in the economy. The IPO activity has increased over the last years showing growth in confidence even when some markets are still vulnerable. The objective of this research is to present the practices in estimating the value of a private company, besides, it intends to provide a practical and “ready-to-use” tool to the academic and corporate communities, through the valuation of ALL – América Latina Logística. It aims as well to compare the stock price on its first traded day with the valuation pricing of ALL – América Latina Logística, to verify its fairness, and with other companies in different sectors.

## **Keywords**

Initial public offering; equity valuation; investment analysis; logistics and Brazil.

## Sumário

1. O Problema da Pesquisa	13
1.1. Introdução	13
1.1.1. Motivação para abrir o capital?	14
1.1.2. Motivação para não abrir o capital	16
1.2. Objetivos do Estudo	21
1.3. Delimitação do Estudo	21
1.4. Relevância do Estudo	22
1.5. Organização do Trabalho	22
2. Referencial Teórico	24
2.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado – FCD	24
2.1.1. A Avaliação do Patrimônio Líquido	25
2.1.2. Avaliação da Empresa	26
2.1.3. <i>Capital Cash Flow</i>	26
2.1.4. Avaliação por Partes	27
2.2. Avaliação Relativa	28
2.2.1. Múltiplos de Lucro - <i>Earnings</i>	28
2.2.2. Índice de Valor de Mercado/ Valor Contábil (Book Value) – M/ B	29
2.2.3. Múltiplos de Vendas	29
2.3. Valor Presente Líquido - VPL	30
2.4. O Modelo CAPM	30
2.4.1. O Custo da Dívida, $K_d$	31
2.5. Custo Médio e Ponderado de Capital	31
3. Metodologia	33
3.1. Custo da Dívida	35
3.2. Estimando o Fluxo de Caixa	36
3.3. Taxa de Crescimento	37
3.4. Perpetuidade	37
3.5. Descontos de Liquidez	38
3.6. Cenário Macroeconômico	38
4. O Mercado de IPO	40
4.1. IPO de empresas de Logística	44
4.2. Abertura de Capital no Mercado Brasileiro	45
5. ALL – América Latina Logística	50
5.1. A Indústria	50
5.1.1. As Concessionárias	51
5.2. Histórico da Empresa	57
5.3. Estrutura Societária e Composição Acionária	59
5.4. Operação de Abertura de Capital	60
5.4.1. Motivação para abrir o capital	62
5.4.2. Desempenho pós IPO	64
6. Resultados da Pesquisa	68

6.1. Premissas da Avaliação	68
6.1.1. CAPEX	71
6.1.2. Capital de Giro	75
6.1.3. Recursos da Emissão	76
6.2. Cálculo do WACC	77
6.3. Projeção por Fluxo de Caixa Descontado	79
6.3.1. Análise de Sensibilidade	82
6.4. Avaliação por Múltiplos	83
6.5. Análise da Performance da ALL	89
7. Conclusão	92
7.1. Sugestões para Próximos Estudos	95
8. Referências Bibliográficas	96
Anexo 1: Balanço Patrimonial Projetado para ALL	100
Anexo 2: DRE Projetado da ALL	101
Anexo 3: Projeção da Dívida	102
Anexo 4: Capital de Giro Projetado	103
Anexo 5: Premissas Macroeconômicas	104
Anexo 6: Metodologia de Avaliação dos Bancos	105

## Lista de Tabelas

Tabela 1: Ranking das Instituições Financeiras que participaram das emissões primárias (jan/05 – dez/05)	43
Tabela 2: Taxa de emissão ( <i>fee</i> ) por indústria (2003 – 2005)	44
Tabela 3: Ofertas primárias e secundárias de ações registradas na CVM	46
Tabela 4: Principais Acionistas da ALL em 31/12/03	60
Tabela 5: Operação de Abertura de capital da AL	60
Tabela 6: Distribuição secundária de ações da ALL	61
Tabela 7: Distribuição dos GDSs no exterior	62
Tabela 8: Composição Acionária da ALL pós Abertura de Capital	63
Tabela 9: Estrutura acionária da ALL em 30/09/05	67
Tabela 10: Potencial de aumentar a participação de mercado da ALL	69
Tabela 11: Volume Projetado da ALL (RTK bilhão)	69
Tabela 12: Preço Bruto Projetado da ALL (R\$)	70
Tabela 13: Evolução da Receita Bruta Projetada da ALL (R\$ MM)	70
Tabela 14: Evolução de Custos Projetada da ALL (abertura do CPV)	71
Tabela 15: Projeção do Número de vagões e locomotivas da ALL 2004 - 2013	75
Tabela 16: Evolução da dívida atrelada da a US\$/ R\$	76
Tabela 17: Cálculo do beta desalavancado da ALL	76
Tabela 18: Tabela do cálculo do beta alavancado da ALL	77
Tabela 19: Tabela do cálculo do beta alavancado da ALL	78
Tabela 20: Fluxo de Caixa da Firma de 2004 – 2013	80
Tabela 21: Cálculo do preço da ALL pelo Fluxo de Caixa da Firma	80
Tabela 22: Fluxo de Caixa da Firma de 2004 - 2013	81
Tabela 23: Cálculo do preço da ALL pelo Fluxo de Caixa do Acionista	81
Tabela 24: Análise de Sensibilidade do valor da ALL – Perpetuidade x Taxa de Desconto	82
Tabela 25: Análise de Sensibilidade do valor da ALL – Risco País x Taxa de Desconto	83
Tabela 26: Análise dos Múltiplos das empresas norte americanas	87
Tabela 27: Preço da ALL por múltiplos de mercado	88
Tabela 28: Desempenho no Primeiro Dia de Empresas que abriram o Capital	90
Tabela 29: Comparação ALL: Executado x Projetado (2004)	91

## Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Atividade Global de IPO	40
Gráfico 2: Volume de IPO (por mês)	41
Gráfico 3: Distribuição geográfica dos IPOs em 2005	42
Gráfico 4: Distribuição do IPOs de 2005 por setor	42
Gráfico 5: Distribuição geográfica dos IPOs de logística entre 1995 - 2005 (montante)	44
Gráfico 6: Distribuição geográfica dos IPOs de ferrovias entre 1995 - 2005 (montante)	45
Gráfico 7: Composição das Cargas transportadas (2000)	50
Gráfico 8: Evolução das ações preferenciais da ALL.	65
Gráfico 9: Evolução do preço das UNITS da ALL	66
Gráfico 9a: Ferrovias Universo Brasileiro (incidentes / milhão de km)	72
Gráfico 10: Ferrovias Universo Americano (acidentes / milhão de km)	72
Gráfico 11: Produtividade dos Funcionários (TKU / funcionário)	73
Gráfico 12: Produtividade dos Locomotivas (TKU / Kgf)	73
Gráfico 13: Projeção do CAPEX (RS MM)	74
Gráfico 14: Projeção do Capital de Giro da ALL (em dias)	75
Gráfico 15: Cálculo do WACC	79
Gráfico 16: Participação de Mercado das Ferrovias Classe I Norte Americanas	84
Gráfico 17: Avaliação do preço para as ações da ALL (em R\$)	89
Gráfico 18: Evolução da Dívida Líquida / EBITDA da ALL (1997 – 2004)	94

## Lista de Figuras

Figura 1: Mapa Ferroviário Brasileiro	52
Figura 2: Mapa Ferroviário da América Latina Logística	57
Figura 3: Estrutura Acionária da ALL	59