



**VALUATION SEGUNDO DAMODARAN E A VANTAGEM COMPETITIVA DAS EMPRESAS DA ZONA FRANCA DE MANAUS DE ACORDO COM BUFFETT**

**VALUATION SECOND DAMODARAN AND THE COMPETITIVE ADVANTAGE OF MANAUS FREE ZONE COMPANIES ACCORDING TO BUFFETT**

**VALUACIÓN SEGUNDO DAMODARAN Y LA VENTAJA COMPETITIVA DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA FRANCA DE MANAUS DE ACUERDO CON BUFFETT**

**Eponyne Abade Ham**

Pós-graduanda em Finanças (IBMEC)  
Av. General Rodrigo Octavio Jordão Ramos, 1200 - Coroado I  
Manaus - AM, 69067-005  
Email: epoabade@gmail.com

**André Ricardo Reis Costa**

Doutorando em Administração (USP)  
Professor Assistente do Departamento de Contabilidade  
da Universidade Federal do Amazonas (UFAM)  
Av. General Rodrigo Octavio Jordão Ramos, 1200 - Coroado I  
Manaus - AM, 69067-005  
Email: andrecoستا@ufam.edu.br

**Luiz Augusto de Carvalho Francisco Soares**

Doutor em Administração - Finanças pela (UFMG)  
Professor Associado Universidade Federal do Amazonas (UFAM)  
Av. General Rodrigo Octavio Jordão Ramos, 1200 - Coroado I  
Manaus - AM, 69067-005  
Email: luiz.ufam@gmail.com

**RESUMO**

O Polo Industrial de Manaus – PIM é o principal modelo de desenvolvimento socioeconômico da Amazônia Ocidental. Então, é necessário apontar se as empresas instaladas no PIM geram valor e expressam vantagem competitiva. Diante disso, o presente trabalho analisou o desempenho de duas empresas do Polo Industrial de Manaus (PIM), a Moto Honda da Amazonia e NCR Brasil, quanto à geração de valor e considerando os conceitos de vantagem competitiva segundo Warren Buffett (WB). Especificamente, objetivou identificar nas demonstrações contábeis das empresas os fatores de vantagem competitiva segundo WB e estimar o valor das empresas, conforme as projeções de dividendos segundo Gordon (1962). Os resultados obtidos demonstraram que a Honda não apresentou *Valuation* positivo, devido à elevada necessidade de investimento em giro. Já, a NCR Brasil expressou elevado potencial de gerar valor. Porém nenhuma das empresas inscreveu os itens de vantagem competitiva conforme os critérios de investimentos de Warren Buffett.

**Palavras-chaves:** *Valuation*, Vantagem Competitiva, Warren Buffett, Polo Industrial.

**ABSTRACT**

The Industrial Pole of Manaus - PIM is the main model of socioeconomic development of the Western Amazon. Therefore, it is necessary to indicate if the companies installed in the PIM generate value and express competitive advantage. Therefore, the present work analyzed the performance of two companies of the Industrial Pole of Manaus (PIM), the Moto Honda of Amazonia and NCR Brasil, regarding the generation of value and

Recebido em 30.04.2017. Recomendado para publicação em 14.07.2017. Publicado em 18.08.2017



Licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 United States License

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

considering the concepts of competitive advantage according to Warren Buffett (WB). Specifically, the objective was to identify the competitive advantage factors according to WB and to estimate the value of the companies according to the dividend projections according to Gordon (1962). The results showed that Honda did not present positive Valuation, due to the high need for investment in turnover. Already, NCR Brazil expressed high potential to generate value. But none of the companies entered the competitive advantage items according to Warren Buffett's investment criteria.

**Keywords:** *Valuation*, Competitive Advantage, Warren Buffett, Industrial Polo.

## RESUMEN

El Polo Industrial de Manaus - PIM es el principal modelo de desarrollo socioeconómico de la Amazonía Occidental. Por lo tanto, es necesario indicar si las empresas instaladas en el PIM generan valor y expresan ventaja competitiva. Por lo tanto, el presente trabajo analizó el desempeño de dos empresas del Polo Industrial de Manaus (PIM), la Moto Honda de Amazonia y NCR Brasil, con respecto a la generación de valor y considerando los conceptos de ventaja competitiva de acuerdo con Warren Buffett (WB). Concretamente, el objetivo era identificar los factores de ventaja competitiva de acuerdo con WB y estimar el valor de las empresas de acuerdo con las proyecciones de dividendos según Gordon (1962). Los resultados mostraron que Honda no presentó Valoración positiva, debido a la alta necesidad de inversión en facturación. Ya NCR Brasil expresó un alto potencial para generar valor. Pero ninguna de las compañías entró en las ventajas competitivas de acuerdo con los criterios de inversión de Warren Buffett.

**Palabras-Clave:** Valoración, Ventaja Competitiva, Warren Buffett, Polo Industrial.

## 1. INTRODUÇÃO

Recentemente, a indústria experimentou uma das piores crises econômicas da História brasileira (Estadão, 2015). Assim, muitos Estados sofreram uma queda na produção industrial, o Estado do Amazonas, por exemplo, obteve o pior resultado da região Norte, conforme dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) que mostraram um Produto Interno Bruto (PIB) de R\$ 86,7 bilhões em 2014, sendo apenas R\$ 3,5 bilhões acima do PIB de 2013 (R\$83,2 bilhões), mesmo diante desse cenário o Amazonas manteve a 15ª posição, sustentada desde o ano de 2012 (ACA, 2016).

Apesar do decréscimo sofrido, a região apresenta meios para alavancar o referido percentual seja pela biodiversidade associada à sustentabilidade, bem como política tributária diferenciada, onde o Estado oferece incentivos fiscais para minimizar os custos amazônicos, o que torna Manaus a 6ª cidade mais rica do país (CNI, 2015).

É oportuno recordar que essas vantagens tributárias foram concebidas visando gerar uma base econômica na região da Amazônia Ocidental, fato que justifica a criação da Zona Franca de Manaus (ZFM) em 1957, administrada atualmente, pela Superintendência da Zona Franca de Manaus (Suframa).

Assim, as empresas que investem na ZFM podem usufruir dos incentivos tributários federais e estaduais. No refere-se ao âmbito federal os tributos, foram estipulados por meio do Decreto-Lei nº 288, que ampliou e reformulou o modelo, instituindo isenções de impostos sobre importação (II) e sobre produtos industrializados (IPI) ambos sob administração da Suframa.

Para os tributos estaduais, o governo do Amazonas promulgou a Lei 2.826/03, que relata sobre a política estadual de incentivos fiscais e extrafiscais. Neste âmbito, a isenção está no imposto sobre circulação de mercadorias e serviços (ICMS). Contudo, para as empresas validarem os incentivos, precisam apontar o estudo de competitividade ao Conselho de Desenvolvimento do Amazonas (CODAM).

Além de a ZFM apresentar a referida política fiscal, ela ainda é importante como base de manutenção o pólo industrial de Manaus (PIM), onde têm aproximadamente 600 indústrias de alta tecnologia gerando mais de meio milhão de empregos, diretos e indiretos (CNI, 2015).

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Nesse contexto, as empresas do PIM registram vantagens competitivas em relação a outras regiões industriais, devido às empresas nacionais e multinacionais preferirem constituir plantas industriais em Manaus. Exemplificando, em estudos recentes algumas empresas de celulares, têm escolhido o PIM para fabricarem seus produtos, conforme relata a superintendente da Suframa, Rebecca Garcia (SUFRAMA, 2016).

Perante o exposto, nota-se que a região da Amazônia Ocidental somente atrai empresas, devido aos seus incentivos fiscais, portanto o trabalho concentra-se na seguinte pergunta: De que forma as empresas incentivadas da ZFM geram valor considerando os critérios de vantagem competitiva?

Para responder esta pergunta o presente trabalho propõe-se analisar o desempenho de duas empresas do PIM, a Moto Honda da Amazônia e a NCR Brasil, estas serão representativas da economia amazonense quanto à geração de valor e considerando os conceitos de vantagem competitiva de Warren Buffet (WB). Especificamente, pretende-se identificar nas demonstrações contábeis das empresas os fatores de vantagem competitiva segundo WB; estimar o valor das empresas conforme as projeções de dividendos segundo Gordon (1962), bem como examinar a relação entre os critérios de vantagem competitiva e a criação de valor das empresas amazonenses.

Importante mencionar, que os temas acima são pouco trabalhados no Brasil, por isso o interesse da autora de dedicar-se ao assunto em questão. No que se refere à estrutura do artigo, o mesmo encontra-se estruturado em oito seções, que contemplam esta introdução. Na segunda seção, é apresentado o referencial teórico acerca do tema. A seguir, na terceira seção, será detalhado sobre as análises empíricas do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Na quarta seção é relatado sobre o investidor Warren Buffett e a vantagem competitiva, na quinta seção é apresentada a metodologia da pesquisa, na sexta e sétima seções serão apresentadas as discussões sobre o *valuation* das empresas e, posteriormente sobre o cumprimento ou não dos critérios de vantagem competitiva. Por fim, na oitava seção, a conclusão a que se chegou com esta pesquisa.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem por objetivo apresentar o referencial teórico da pesquisa e fundamentar as origens do Fluxo de Caixa Descontado, apresentar os principais autores, definir e classificar os modelos de avaliação de *Valuation*, bem como conceituar a taxa de perpetuidade.

### 2.1 VALUATION: CONCEITO, PRINCIPAIS ORIGENS E CLASSIFICAÇÃO

*Valuation* pode ser definido como o método de avaliação ou valoração de uma empresa. Essa técnica pode ser usada para avaliar inúmeros tipos de ativos, como: empresas, imóveis, projetos, títulos de renda fixa e variável (ações) etc. Assim, a avaliação de uma empresa é fundamental para o mercado onde a empresa está inserida.

Franco Modigliani e Merton Miller - MM (1958) foram os pioneiros a trabalhar sobre o assunto, os autores criaram uma teoria para demonstrar que o valor de uma empresa não é alterado pela estrutura da dívida e de capital próprio, a menos que os fluxos de caixa gerados pela empresa também mude (KOLLER *et al.* 2010). Anos depois, Gordon (1962) criou um modelo de crescimento, onde a variação de fluxo de caixa descontado gera um aumento de dividendos a uma taxa constante “g”.

No que diz respeito à classificação, Damodaran (1997) afirma existir basicamente três métodos de avaliações, quais sejam: Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD),

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Avaliação relativa e a Avaliação de direitos contingentes. Desta forma, abaixo serão apresentadas as definições e a aplicação de cada metodologia:

**Quadro 1** - Definições e quando usar cada metodologia

Modelos	Fluxo de caixa descontado	Avaliação relativa	Avaliação por direitos contingentes
<b>Conceito</b>	O preço do ativo é relacionado ao fluxo de caixa gerado no futuro, descontado por uma taxa de risco apropriada.	O valor de um ativo enfocando a precificação de ativos “comparáveis” relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas.	Este modelo de precificação de opções serve para medir o valor de ativos que possuam características de opções.
<b>Aplicação</b>	Quando as informações permitam uma boa expectativa de geração de fluxos de caixa futuros.	Quando examinar um vasto número de ativos com características comparáveis.	Quando no ativo avaliado existir um nível relevante de incerteza, condicionando a avaliação por opções reais.

Fonte: Adaptado de MARQUES *et al.* 2010

Dentre os três métodos apresentados acima, apenas o Fluxo de Caixa Descontado, será usado no trabalho, devido ser o mais aceito pela maioria dos autores.

O FCD é o valor que depende dos benefícios que serão gerados no futuro, descontado a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada (ENDLER, 2004). Logo, o FCD representa o resultado alçado além do necessário para financiar investimentos e garantir o crescimento da empresa. Amaral *et al.* (2014) afirma que o FCD faz uso de três variáveis para efetuar o seu cálculo, quais sejam: o Fluxo de Caixa; o Risco e; o Tempo. O método ainda pode ser classificado em dois tipos, sendo um o Fluxo de Caixa Disponível (Livre) da Empresa – FCDE e o outro Fluxo de Caixa Disponível (Livre) do Acionista - FCDA.

O FCDE é o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas, sendo calculado a partir do resultado operacional líquido do IR (NOPAT). Já o FCDA é o caixa livre dos acionistas, calculado a partir do resultado líquido e, portanto, após a dedução das despesas financeiras (ASSAF, 2014). Para este trabalho será usado o FCDE.

Então, para realizar o cálculo o FCDE usa-se uma taxa de desconto que reflete o risco do investimento “k”, calculado através de uma equação que demonstra a relação entre retorno esperado e beta. Além da taxa de perpetuidade “g”, e ajustes pela inclusão de eventuais valores não operacionais (MIRANDA *et al.* 2009).

Fernández (2007) por sua vez, relata que a taxa de desconto na prática, é na maioria das vezes definida pelas partes interessadas, isto é, os compradores ou vendedores não estão preparados para investir ou vender por menos do que certo regresso.

A perpetuidade pode ser usada no momento em que o valor-presente é nulo, devido a fatores como a atuação da concorrência. Essa avaliação pode ser bastante subjetiva e sujeita a alto grau de arbitrariedade (LEMME, 2001).

De fato, na perpetuidade é necessário olhar a continuidade da estrutura de capital, isto é, se a política de recursos de terceiros continuará com as dívidas, porém na continuidade do negócio as novas dívidas deverão ser consideradas conforme a política da empresa e sua estrutura (DA CUNHA *et al.* 2014).

Para Martinez (1999) o valor de uma empresa pode ser explicado pelo valor presente da perpetuidade. A perpetuidade é um elemento dos mais relevantes na avaliação de uma

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

empresa. Para Damodaran (2009), uma anuidade (quantia paga anualmente) que dura para sempre é nomeada de perpetuidade.

Em última análise, é importante mencionar que para alguns cenários o método pode apresentar algumas implicações e necessidade de adaptações, como por exemplo, para as empresas de capitais fechados, que apontam dois problemas em sua aplicação na estimativa do custo de capital e a estimativa de fluxos de caixa, tendo como alternativa usar o grau de risco de empresas semelhantes com ações em bolsa, ou relacionar o risco a variáveis contábeis da empresa (DAMODARAN, 1997).

### 3. ANÁLISES EMPÍRICAS

#### 3.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO NO BRASIL

Em países emergentes como o Brasil, a avaliação de uma empresa torna-se algo ainda mais desafiador, devido à interferência do governo, a incerteza na economia, as taxas de juros e o aumento da competitividade gerando uma avaliação ainda mais complicada aos participantes desse ambiente empresarial (DA CUNHA *et al.* 2014).

Assim, diante de todos os obstáculos enfrentados pela economia brasileira, Silva *et al.* (2003) usou quatro métodos de avaliação: FCD, lucro residual, múltiplo e valor de mercado, para verificar se a metodologia é eficaz para as empresas da nova economia, ou seja, aquelas que surgiram na era digital. No trabalho foram aplicadas inúmeras perguntas sobre lucro, produtividade, risco e custo médio ponderado do capital. Dos quatro métodos aplicados, o FCD e o lucro residual foram os que tiveram capacidade de mensurar todas as questões. Já valor de mercado e múltiplo fracassaram em algumas perguntas.

Para Müller *et al.* (2003) os modelos baseados no balanço patrimonial (BP), na demonstração de resultado (DRE), no Goodwill, no fluxo de caixa e de criação de valor possuem os mesmos propósitos de avaliação, mas não necessariamente revelam as mesmas tendências e/ou valores. Dessa forma, os modelos de avaliação não são alternativos e sim complementares.

Já Galdi *et al.* (2008) identificaram as diferenças entre os valores de uma empresa pelo modelo de fluxo de caixa descontado (DCF) e pelo modelo de Ohlson (modelo de lucros residuais - RIV). A conclusão foi que há diferenças entre os dois métodos, porém estes deveriam resultar no mesmo resultado.

Miranda *et al.* (2009), usaram um exemplo hipotético para analisar e explicar os conceitos envolvidos na avaliação de uma empresa. Eles registraram que a mensuração por meio dos benefícios econômicos oferece subsídios significativos para avaliação de um negócio, nesse processo, foi incluído a perpetuidade. Para calcular o valor global da empresa, eles aplicaram o Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) como taxa de desconto dos fluxos de benefícios esperados. Entretanto, examinaram que o cálculo do valor dos acionistas deve usar o custo de oportunidade, devido o CMPC trazer o custo do capital de terceiros.

Seguindo na mesma linha de exploração, Do Monte *et al.* (2010) estimaram o valor de mercado da empresa brasileira Aracruz Celulose S/A, usando os demonstrativos contábeis, as variações de cotação de ações publicados na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro e alguns indicadores oficiais, como: taxas de juros e previsões de crescimento geral da economia. O resultado final do trabalho demonstrou que o valor da ação calculado pelo FCD é inferior ao registrado pela Contabilidade, apontando um Goodwill negativo.

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Em pesquisas recentes, Da Cunha *et al.* (2014) estabeleceram um conjunto de dez variáveis, quais sejam: receita líquida; lucro líquido; Ebitda; Margem Operacional; Giro dos investimentos; Endividamento; Taxa de reinvestimentos; Taxa de crescimento a partir do reinvestimento; Retorno do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) sobre investimento e Retorno sobre Investimento. Os resultados indicaram que há diferenças relevantes entre o projetado e o realizado, em especial quanto a alguns direcionadores de valor (despesas operacionais, endividamento, taxas de crescimento e reinvestimento), insumos do modelo de fluxos de caixa descontado.

#### 4. BUFFETT E A VANTAGEM COMPETITIVA

Um dos maiores investidores do mundo no mercado de ações é Warren Buffett (WB). Atualmente, WB é o terceiro homem mais rico do mundo, tendo um patrimônio avaliado, em aproximadamente US\$ 74 bilhões, conforme a revista Americana Forbes (2016).

WB conquistou tamanha fortuna através da análise das demonstrações contábeis de empresas que apresentavam vantagem competitiva sobre as outras. Buffett percebeu que quanto mais tempo mantivesse a participação nessas companhias, mais teria lucro (BUFFETT *et al.* 2010).

A análise realizada por Buffett consistia em um conjunto de ferramentas analíticas, onde o método aplicado possibilitava saber se uma empresa sobreviveria aos problemas que estava passando. (BUFFETT *et al.* 2010).

Apesar de o método ser aplicado na atualidade, ainda são poucas as pesquisas sobre o método de avaliação de Buffett, o Brasil, por exemplo, não apresenta muitos trabalhos sobre o tema.

Uma das primeiras pesquisas sobre o tema foi a de Salgueiro (2007) que usou os preceitos de Buffett e Graham para encontrar, empiricamente, os padrões de risco e retorno nas carteiras, visando formular hipóteses sobre a adequação destes ao mercado brasileiro, concluindo que há uma uniformidade nas oportunidades de investimento em bolsa de valores o que comprova as teorias apresentadas pelos autores citados.

Em trabalhos mais recentes, Lehmkuhl (2012) usou como base o trabalho de Salgueiro (2007), seguindo também as filosofias de Buffett e Benjamin Graham para analisar a variação das ações no ano de 2012 através do indicador I-BRX100, aplicando um método para filtrar as ações que o preço está abaixo do valor patrimonial. A pesquisa explora uma lacuna da metodologia apresentada por Salgueiro (2007). Os resultados encontrados foram positivos, comprovando que a metodologia de selecionar ações é válida até os dias atuais, sendo que atualmente dificilmente se encontra um investimento livre de risco que traga tal retorno.

Sobre a vantagem competitiva relatada por WB, Andrade *et al.* (2014) analisaram as demonstrações financeiras da AmBev pela visão de Buffett, no período de 1996 a 2013. Os resultados obtidos foram uma alta rentabilidade, baixo endividamento e baixa liquidez, segundo as teorias de tradeoff e pecking order. No entanto, após a compra da Antarctica pela Brahma em 1999, a Ambev passou a atender melhor à visão de Buffett, pois neste ano a mesma marcava uma liquidez alta, endividamento alto e rentabilidade baixa. Os resultados da pesquisa não chegaram à conclusão se atendem de forma satisfatória ou não para análise e tomada de decisão de investimento, devido se tratar de uma empresa específica seria necessário realizar estudos similares com empresas do mesmo setor para entender melhor os ensinamentos do investidor.

Finalmente, Ueda (2016) avaliou economicamente e financeiramente três empresas do setor de bebidas: Ambev, Coca-Cola e Pepsi com base na metodologia de investimento de

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Warren Buffett seguindo como proposta o trabalho de Andrade *et al.* (2014), tendo em vista esclarecer se tais empresas possuem vantagem competitiva de longo prazo. O autor concluiu que os resultados da metodologia não foram suficientes para avaliar o nível de satisfação dos critérios que foram esquematizados em 28 (vinte e oito) contas, sendo 6 (seis) do demonstrativo de resultado do exercício, 20 (vinte) do balanço patrimonial e 2 (duas) do fluxo de caixa. A pesquisa teve como resultado compreender melhor o método e a utilização dos critérios de Warren Buffett, entretanto o autor recomenda para futuras pesquisas identificar se existe alguma variável que pode estar influenciando no resultado da aplicação do modelo, devido não existir métodos para diminuir completamente o risco.

## 5. METODOLOGIA E DADOS

Neste tópico serão apresentadas as técnicas de pesquisas, para alcançar o objetivo geral do trabalho, qual seja: analisar o desempenho de empresas representativas da economia amazonense quanto à geração de valor, considerando os conceitos de vantagem competitiva.

A pesquisa aplicada, neste trabalho é a quantitativa descritiva, realizada através da análise das demonstrações financeiras das empresas da ZFM. De acordo com Raupp e Beuren, (2006) a pesquisa descritiva é a junção da pesquisa exploratória e a explicativa, isto é, não é tão preliminar quanto a primeira nem tão aprofundada como a segunda. Nesse contexto, descrever significa relatar, comparar, entre outros, além de contribuir no sentido de identificar relações existentes entre as variáveis estudadas de determinada população, desse modo o pesquisador irá relatar situações, fatos, opiniões ou comportamentos que têm lugar na população analisada.

Os dados das demonstrações financeiras foram obtidos por meio do Diário Oficial do Amazonas e pela Junta Comercial do Amazonas, no período de 2013 a 2015, tal lapso pode ser justificado, devido à estabilidade nas normas contábeis, visando evitar reapresentações de demonstrações contábeis. A análise será realizada nos Balanços Patrimoniais (BP), Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE) e Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) das empresas Moto Honda da Amazônia e NCR Brasil localizadas no Pólo Industrial de Manaus (PIM).

Por meio das informações acima, buscou-se calcular a criação de valor das empresas amazonenses segundo a avaliação pelo método de FCD, baseado no modelo de crescimento de Gordon (1962), conforme demonstrado nas fórmulas abaixo descritas por Assaf Neto (2014):

### Fluxos de Caixa Constantes

$$\text{VALOR PRESENTE} = \sum_{t=1}^T \frac{fcx_t}{(1+K)^t}$$

### Fluxos de Caixa Crescentes a uma taxa "g"

$$\text{VALOR PRESENTE} = \frac{fcx_t}{k-g}$$

Onde:

$T$  = último período da vida útil do ativo

$fcx_t$  = fluxo de caixa no período  $t$

$K$  = taxa de desconto que reflete o risco do investimento

$g$  = taxa de crescimento constante (também conhecida como perpetuidade)

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Para o cálculo da taxa de desconto que reflete o risco do investimento “k”, foi aplicado a seguinte equação, de acordo Assaf Neto (2012):

$$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Investimento}} \times \text{Selic} + \text{Prêmio de Risco} + \frac{\text{Despesa Financeira} - \text{Economia de IR}}{\text{Passivo oneroso}} = K$$

No cálculo do valor da perpetuidade “g”, foi usada a seguinte fórmula, conforme Assaf Neto (2012):

$$g = R + ROI$$

Sendo, “R” a taxa de reinvestimento, onde:

$$\frac{\text{Lucro Líquido} - \text{Dividendos a pagar}}{\text{Lucro Líquido}}$$

Já para identificar os critérios de avaliação da vantagem competitiva de Buffett, use o artigo de Andrade e Koshio (2014). Estes foram definidos em Buffett e Clark (2010) e resumidos nos Quadros 2, 3, 4, e 5.

**Quadro 2**– Principais pontos de análise sobre a DRE de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável
Lucro bruto	Margens de lucro bruto devem ser de 40% ou superiores
Despesas de VGA	Possuem menores despesas de vendas, gerais e administrativas.
Pesquisa e Desenvolvimento	Buffett evita empresas com altos investimentos em P&D.
Depreciação	Deve ser baixa em relação ao lucro bruto.
Despesa com Juros	Consistentemente baixa.
Lucro líquido	Devem apresentar uma porcentagem alta de lucro líquido.

Fonte: Andrade e Koshio (2014)

**Quadro 3**– Principais pontos de análise sobre o Ativo de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável
Caixa e Investimentos de curto prazo	Se for alto a empresa esta gerando muito dinheiro ou vendeu muitos títulos. Se for baixa significa que ela tem condições econômicas ruins.
Estoque total	Estoque e lucro líquido alto indicam que a companhia está encontrando maneiras rentáveis de aumentar suas vendas.

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Contas a receber	Em setores competitivos (empresas que Buffett evita) as empresas tentarão oferecer as melhores ofertas de pagamentos.
Ativo circulante total	Relativamente baixa.
Ativo imobilizado	Devem não precisar ficar modernizando seu ativo imobilizado.
Fundo de comércio	O aumento significa que a companhia esta fazendo aquisições.
Ativos intangíveis, valor líquido	Podem mostrar o valor da marca e o poder de geração de lucro de longo prazo. Ex: Coca-cola
Investimentos Longo Prazo	Informa acerca da tendência de direcionamento da empresa.
Ativo total	Consistentemente alto

Fonte: Andrade e Koshio (2014)

**Quadro 4**– Principais pontos de análise sobre o Passivo de Warren Buffett

Contas	Empresas com vantagem competitiva durável
Contas a pagar	Consistentemente baixas.
Despesas provisionadas	Consistentemente baixas.
Dívida de curto prazo	Dívida de curto prazo Esse item revela muito sobre as condições econômicas de longo prazo. Deve ser consistentemente baixa.
Dívidas de longo prazo a vencer	Empresas com vantagem de longo prazo precisam de pouca ou nenhuma dívida de longo prazo para manter suas operações.
Demais passivos circulantes	Revelam muito sobre a situação atual da empresa.
Dívida de longo prazo	Consistentemente baixa.
Passivo total	Consistentemente baixo.
Ações preferenciais	Um dos indicadores na busca de empresas com vantagem competitiva durável é a ausência de ações preferenciais.
Lucro acumulado	Para Buffett esse é o mais importante do Balanço patrimonial. Se não esta crescendo é provável que não nos tornemos riquíssimos no longo prazo.
Ações em tesouraria (Ordinárias)	Tendem a ter muito dinheiro livre. Esse dinheiro pode ser gasto na recompra das suas próprias ações.
Patrimônio líquido total	Apresentam um <i>return on equity</i> (ROE) acima da média.

Fonte: Andrade e Koshio (2014)

**Quadro 5**– Principais pontos de análise sobre o fluxo de caixa de Warren Buffett

Contas	Empresas com vantagem competitiva durável
Despesas com ativos fixos	Se a empresa gasta 50% ou menos de seu lucro líquido anual em ativos fixos, é uma empresa com potencial de ter uma vantagem competitiva durável. Se gasta menos de 25% é muito provável que tenha vantagem competitiva durável.
Emissão (resgate) de ações	Apresentam histórico de recompra ou ainda cancelamento das suas próprias ações.

Fonte: Andrade e Koshio (2014)

## 6. DISCUSSÕES SOBRE OS RESULTADOS DO VALUANTION

### 6.1 Análise da Moto Honda da Amazônia

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

Em 1976, a maior fábrica de motocicletas Honda foi inaugurada no Pólo Industrial de Manaus. Em suas instalações, acontece um complexo processo produtivo em que são desenvolvidos também ferramentas e dispositivos necessários para a fabricação de motocicletas (HONDA, 2017).

De acordo com Assaf Neto (2014) o FCDE é calculado pelo fluxo de caixa operacional (FCO), alcançado pela somatória do NOPAT e as despesas não desembolsáveis como depreciação, e deduzidos dos investimentos para prover o crescimento da empresa. A estrutura básica proposta pelo autor é a seguinte:

**Quadro 6 – Estrutura Básica do FCDE**

<b>1. NOPAT</b>
<b>2. (-) Imposto de Renda (34%)</b>
<b>3. (+) Depreciação/Amortização</b>
<b>4. = Fluxo de Caixa Operacional</b>
<b>5. (-)Capital Expenditures (CAPEX)</b>
<b>6. (-) Variação do Capital de Giro</b>
<b>7. = FCDE</b>

Fonte: Assaf Neto (2014)

Para referida empresa o FCDE foi calculado a partir da estrutura acima e projetado para cinco períodos futuros, isto é, de 2016 até 2020. Para a projeção dos valores foi feita a média progressiva de evolução dos valores obtidos na análise horizontal dos anos 2015 e 2014, assim chegando a uma taxa de -16% por ano.

Indo um pouco além da fórmula do autor, foi também calculado o valor dos fluxos de caixa constantes, visto no tópico de metodologia e dados, onde o “k” encontrado para empresa foi de 0,1525 (ou 15,25%). Posteriormente, foi calculado os Fluxos de Caixa Crescentes a uma Taxa “g”, em que a perpetuidade encontrada foi de 0,09.

Visando facilitar o entendimento da referida análise, serão apresentados os cálculos utilizados na projeção do período de 2016. Para os períodos subsequentes, a lógica empregada é a mesma, bem como para empresa NCR Brasil.

- NOPAT:** Lucro Operacional obtido através da média progressiva de evolução. (Média da análise horizontal de 2015 e 2014) = -16%, posteriormente valor do NOPAT de 2015, obtido na DRE, multiplicado por  $[1+ (-16\%)] = \$ 395.203,01$ .
- IR:** Aplica-se a taxa de 34% em cima do NOPAT  $(395.203,01*34\%) = \$ 134.369,02$ .
- Depreciação/Amortização:** Valor da Depreciação/Amortização de 2015 obtido na DFC, multiplicado por  $[1+ (-16\%)] = \$ 196.846,96$ .
- Fluxo de Caixa Operacional:** Valor do FCO de 2015, multiplicado por  $[1+ (-16\%)] = \$ 260.833,99$ .
- CAPEX:** Valor do Capex de 2015, multiplicado por  $[1+ (-16\%)] = \$ -198.030,76$ .
- Variação do Capital de Giro:** Valor do VCG de 2015, multiplicado por  $[1+ (-16\%)] = \$ 816.047,20$ .

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

7. **FCDE:** Valor do FCDE de 2015, multiplicado por  $[1 + (-16\%)] = \$ -160.335,49$ .
8. **Fluxos de Caixa Constantes:** Valor do FCDE de 2016 dividido por  $(1,1525)^1 = \$-139.119,73$ .
9. **Fluxos de Caixa Crescentes:** Último valor projetado (2020) dividido por  $(0,1525-0,09) +$  a somatória de todos os FCDE projetados =  $\$-1.029.786,49$ .

Ao final da projeção, notou-se que todos os valores de FCDE foram negativos, podendo ser justificado pela alta necessidade de Capital de Giro da empresa.

## 6.2. Análise de dados da NCR Brasil

Fundada no ano de 2009, a NCR Brasil - Indústria de Equipamentos Para Automação S.A. é uma empresa de equipamentos periféricos de computadores localizada no Amazonas. Encontra-se em atividade a menos de 8 anos do que a expectativa média de vida para uma empresa no Brasil, e a menos de 8 anos da expectativa média de vida para uma empresa do segmento de equipamentos periféricos de computadores. Com 1,551 estabelecimentos, a organização apresenta uma estrutura corporativa grande e complexa (DIÁRIO OFICIAL DO ESTADO DO AMAZONAS, 2015).

Seguindo o mesmo parâmetro usado na Moto Honda da Amazônia onde o FCDE foi calculado a partir da fórmula do autor Assaf Neto (2014) e projetado para cinco períodos futuros, 2016 até 2020. Para a projeção foi usada a média progressiva de evolução dos valores alcançados na análise horizontal dos anos 2015 e 2014, assim chegando a uma taxa de 28% por ano.

Aplicando os fluxos de caixa constantes, onde o “k” encontrado para empresa foi de 0,1648 (ou 16,48%). Posteriormente, foi calculado os Fluxos de Caixa Crescentes a uma Taxa “g”, em que a perpetuidade encontrada foi de 0,23.

Conforme exposto no tópico anterior, foi usado o mesmo raciocínio da Moto Honda da Amazônia para a NCR Brasil, porém ao contrário da referida, a mesma teve resultados positivos no Fluxo de Caixa Crescente, onde o valor da empresa foi superior ao patrimônio líquido em R\$ 902.761,43, demonstrando que mesmo as empresas estando inseridas no mesmo ambiente de isenções fiscais, podem apresentar resultados divergentes.

## 7. DISCUSSÕES SOBRE A VANTAGEM COMPETITIVA MOTO HONDA DA AMAZÔNIA E NCR BRASIL

Primeiramente será analisado a DRE, pois esta revela se existe vantagem competitiva durável de longo prazo para geração de riqueza extraordinária. A análise foi dividida conforme os quadros de Andrade e Koshio (2014), estes definidos em Buffett e Clark (2010).

**Quadro 7** – Análise da DRE das empresas Honda e NCR, de acordo com os critérios de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável	HONDA	NCR
Lucro bruto	Margens de lucro bruto devem ser de 40% ou superiores	Não alcançou em nenhum dos anos analisados	Não alcançou em nenhum dos anos analisados
Despesas de VGA	Possuem menores despesas de vendas, gerais e administrativas.	Cumpriu somente no ano de 2014	Manteve uma queda nos três anos analisados
Depreciação	Deve ser baixa em relação ao lucro bruto.	Seguiu o critério de Warren Buffett em 2013 e 2014, tendo	Seguiu o critério de Warren Buffett em

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

		um aumento em 2015	2013 e 2014, tendo um aumento em 2015
Despesa com Juros	Consistentemente baixa.	Não houve despesa com juros	Cumpriu no ano de 2014 e 2015
Lucro líquido	Devem apresentar uma porcentagem alta de lucro líquido.	Manteve uma queda nos três anos analisados	Obteve uma melhora somente em 2015

Fonte: Adaptado de Andrade e Koshio (2014)

Conforme o quadro acima, no que se refere à DRE, a Honda e NCR atenderam parcialmente aos critérios de WB, pois muitos critérios somente foram atendidos em determinados anos

Após a análise da DRE, passa-se a análise do BP, analisando primeiramente o ativo da empresa:

**Quadro 8** – Análise do ativo das empresas Honda e NCR, de acordo com os critérios de Warren Buffett

Conta	Empresas com vantagem competitiva durável	HONDA	NCR
Caixa e Investimentos de curto prazo	Se for alto a empresa esta gerando muito dinheiro ou vendeu muitos títulos. Se for baixa significa que ela tem condições econômicas ruins.	Apresenta condições ruins, isto é, tem um caixa e investimentos baixos	Apresentou um valor alto, apenas em 2013. Em 2014 e 2015 obteve resultados baixos
Estoque total	Estoque e lucro líquido alto indicam que a companhia esta encontrando maneiras rentáveis de aumentar suas vendas.	Melhora apenas no ano de 2015, onde começou a ter um aumento no Estoque	Melhora apenas no ano de 2015, onde começou a ter um aumento no Estoque
Contas a receber	Em setores competitivos (empresas que Buffett evita) as empresas tentarão oferecer as melhores ofertas de pagamentos.	Houve queda em todos os anos analisados, aderindo ao critério de WB	Apesar do aumento em 2014, houve uma queda em 2015, aderindo ao critério de WB
Ativo circulante total	Relativamente baixa.	Alto em todos os anos. Não cumpriu WB	Alto em todos os anos. Não cumpriu com WB
Ativo imobilizado	Devem não precisar ficar modernizando seu ativo imobilizado.	Houve uma diminuição em todos os anos	Houve uma diminuição em todos os anos
Ativos intangíveis, valor líquido	Podem mostrar o valor da marca e o poder de geração de lucro de longo prazo. Ex: Coca-cola	Baixo	Baixo
Investimentos Longo Prazo	Informa acerca da tendência de direcionamento da empresa.	Diminuição em todos os anos analisados	Apresentou um aumento em 2014, mas obteve queda novamente em 2015
Ativo total	Consistentemente alto	Apresentou queda nos anos analisados	Manteve praticamente o mesmo valor

Fonte: Adaptado de Andrade e Koshio (2014)

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

A Honda e NCR atenderam parcialmente aos critérios de WB, pois muitos critérios somente foram atendidos em determinados anos.

Posteriormente passa-se a análise do passivo:

**Quadro 9** – Análise do passivo das empresas Honda e NCR, de acordo com os critérios de Warren Buffett (continuação)

<b>Contas</b>	<b>Empresas com vantagem competitiva durável</b>	<b>Honda</b>	<b>NCR</b>
Contas a pagar	Consistentemente baixas.	Alta nos três anos analisados	Alta nos três anos analisados
Despesas provisionadas	Consistentemente baixas.	Não se aplica	Não se aplica
Dívida de curto prazo	Dívida de curto prazo esse item revela muito sobre as condições econômicas de longo prazo. Deve ser consistentemente baixa.	Alta nos três anos analisados	Alta nos três anos analisados
Dívidas de longo prazo a vencer	Empresas com vantagem de longo prazo precisam de pouca ou nenhuma dívida de longo prazo para manter suas operações.	Não se aplica	Não se aplica
		Não se aplica	Não se aplica
Demais passivos circulantes	Revelam muito sobre a situação atual da empresa.	Não se aplica	Não se aplica
Dívida de longo prazo	Consistentemente baixa.	Não obteve uma constância	Não obteve uma constância
Passivo total	Consistentemente baixo.	Não obteve uma constância	Houve aumento nos anos de 2014 e 2015
Ações preferenciais	Um dos indicadores na busca de empresas com vantagem competitiva durável é a ausência de ações preferenciais.	Não se aplica	Não se aplica
Lucro acumulado	Para Buffett esse é o mais importante do Balanço patrimonial. Se não esta crescendo é provável que não nos tornemos riquíssimos no longo prazo.	Não se aplica	Não se aplica
Ações em tesouraria (Ordinárias)	Tendem a ter muito dinheiro livre. Esse dinheiro pode ser gasto na recompra das suas próprias ações.	Não se aplica	Não se aplica
Patrimônio líquido total	Apresentam um return on equity (ROE) acima da média.	Diminuiu	Aumentou

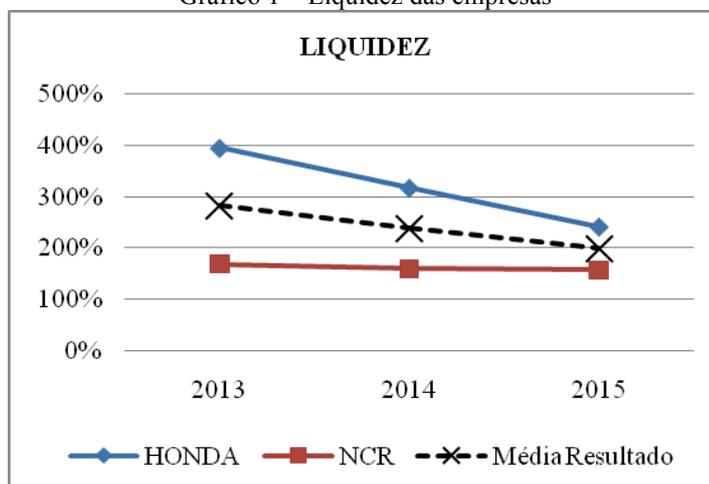
Fonte: Adaptado de Andrade e Koshio (2014)

No que se refere ao passivo, a Honda e NCR atenderam poucos critérios de WB, pois a maioria dos critérios somente foi atendida em determinados anos.

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

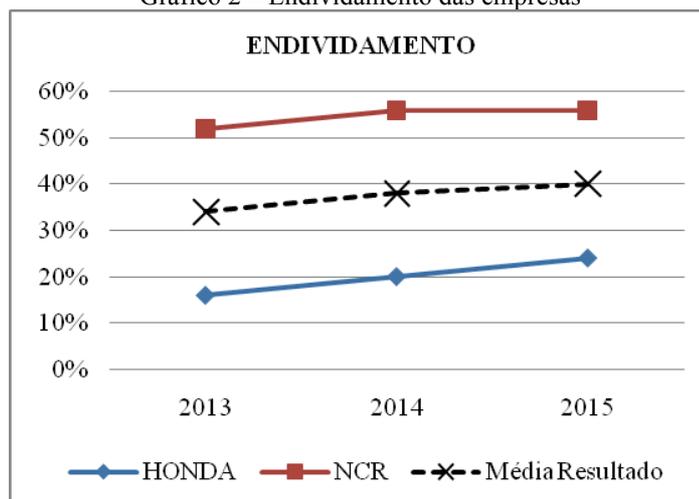
Os gráficos 1 e 2 abaixo apresentam os indicadores de liquidez e endividamento:

Gráfico 1 – Liquidez das empresas



Fonte: elaborado pela autora

Gráfico 2 – Endividamento das empresas



Fonte: elaborado pela autora

Conforme os ensinamentos de Warren Buffett, a liquidez e o endividamento devem ser baixos. Para a análise da liquidez foi usado a Corrente, onde esta é expressa por Ativo Circulante/Passivo Circulante. Já o endividamento foi empregado o Total que é calculado por meio da equação Passivo Exígel/Passivo Total, nota-se que nenhuma das empresas obedeceu aos critérios de WB, pois a liquidez apesar de ter diminuído ao longo dos anos, ainda sim apresenta um valor alto, já o endividamento aumentou nos três anos.

Por fim, passa-se a análise do DFC:

**Quadro 10** – Análise da DFC das empresas Honda e NCR, de acordo com os critérios de Warren Buffett

Contas	Empresas com vantagem competitiva durável	Honda	NCR
Despesas com ativos fixos	Se a empresa gasta 50% ou menos de seu lucro líquido anual em ativos fixos, é uma	Gastou menos que 25% em todos os anos	Gastou menos que 25% em todos os

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

	empresa com potencial de ter uma vantagem competitiva durável. Se gasta menos de 25% é muito provável que tenha vantagem competitiva durável.		anos
Emissão (resgate) de ações	Apresentam histórico de recompra ou ainda cancelamento das suas próprias ações.	Não se aplica	Não se aplica

Fonte: Adaptado de Andrade e Koshio (2014)

As empresas atenderam parcialmente os critérios de WB, pois dos dois itens analisado apenas um obedeceu aos critérios do investidor.

## 8. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo analisar o desempenho de duas empresas do Pólo Industrial de Manaus (PIM), a Moto Honda da Amazônia e NCR Brasil, no período de 2013 a 2015, estas empresas foram representativas quanto à geração de valor considerando os conceitos de vantagem competitiva. Desta forma, objetivou-se identificar nas demonstrações contábeis das empresas os fatores de vantagem competitiva segundo WB e estimar o valor das empresas, conforme as projeções de dividendos segundo Gordon (1962).

Primeiramente, foi realizado o cálculo de *Valuation* para as duas empresas citadas, onde se pode notar, conforme os ensinamentos de Gordon (1962) e Damodaran (1997) que apesar de ambas as empresas estarem inseridas no PIM, estas apresentaram resultados divergentes, onde a Honda apresentou um *Valuation* negativo. Enquanto, a NCR Brasil apresentou um elevado potencial de gerar valor.

Posteriormente, foram levantados os critérios de investimento aplicados por Warren Buffett de acordo com a metodologia de Andrade e Koshio (2014). Diante dos critérios, notou-se que as empresas analisadas não cumprem com a maioria dos critérios usados pelo investidor, restando claro que as mesmas não apresentam vantagem competitiva.

Por fim, espera-se que este trabalho atraia o interesse para o tema abordado, pois o mesmo é ainda pouco debatido no Brasil.

## REFERÊNCIAS

ACA. Disponível em: <<http://www.aca.org.br/2016/11/29/pib-do-am-atinge-r-867-bilhoes-o-menor-do-norte/>> - Acesso em: 10 fev. 2017.

AMARAL, Hudson Fernandes et al. Avaliação de Ativos Intangíveis: Modelos alternativos para determinação do valor de patentes. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 123, 2014.

ANDRADE, Weslei Aparecido; KOSHIO, Senichiro. Identificação da Vantagem Competitiva de Longo Prazo nas Demonstrações Financeiras da AmBev na Visão de Warren Buffett. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2014. Anais. 15º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **São Paulo, SP**, 2014.

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

ASSAF, A. Neto (2012). **Finanças corporativas e valor**.

ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, v. 20, 2014.

BUFFETT, Mary; CLARK, David. Warren Buffett e a análise de balanços: como identificar empresas com vantagem competitiva de longo prazo por meio de suas demonstrações financeiras. São Paulo: Sextante, 2010.

CNI. Serviço de Apoio ao investidor - **Portal da Indústria**. Disponível em: < [http://static-cms-si.s3.amazonaws.com/media/filer\\_public/30/57/3057d8cd-3641-408e-8b7c5851911f289/estudo-setorial-am-hppc-v11-portugues-final\\_1.pdf](http://static-cms-si.s3.amazonaws.com/media/filer_public/30/57/3057d8cd-3641-408e-8b7c5851911f289/estudo-setorial-am-hppc-v11-portugues-final_1.pdf)> - Acesso em: 27 dez. 2016.

DA CUNHA, Moisés Ferreira; MARTINS, Eliseu; NETO, Alexandre Assaf. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014.

DA CUNHA, Moisés Ferreira; IARA, Renielly Nascimento; RECH, Ilirio José. O valor da perpetuidade na avaliação de empresas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 8, n. 20, 2014.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. Bookman Editora, 2009.

DE AVILA LEHMKUHL, Rafael Francisco. VARIAÇÃO DAS AÇÕES DO I-BRX100: ANÁLISE DE ACORDO COM A FILOSOFIA DE INVESTIMENTO DE WARREN BUFFETT. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, v. 7, n. 4, p. 52-79, 2012.

DO MONTE, Paulo Aguiar; NETO, Pedro Lopes Araújo; RÊGO, Thaiseany Freitas. Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 6, n. 11, p. 37-58, 2010.

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. **Contexto**, v. 4, n. 6, 2004.

ESTADÃO. Crise na indústria se aprofunda e dificulta retomada da economia. Disponível em: <<http://infograficos.estadao.com.br/economia/por-que-o-brasil-parou/industria.php>> - Acesso em: 10 fev. 2017.

FORBES. The World's Most Powerful People. Disponível em: <<http://www.forbes.com/profile/warren-buffett/?list=billionaires>> - Acesso em: 27 dez. 2016.

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

GALDI, Fernando Caio et al. Análise empírica de modelos de *valuation* no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 47, p. 31-43, 2008.

GORDON, Myron J. **The investment, financing, and valuation of the corporation**. RD Irwin, 1962.

HONDA. Disponível em: <https://www14.honda.com.br/sobre-a-honda/no-brasil/Paginas/moto-honda-da-amazonia.aspx> - Acesso em 13 de jul de 2017.

KOLLER, Tim et al. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. John Wiley and sons, 2010.

Lei Nº 2826 DE 29/09/2003. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=119795>> – Acesso 07 de jan de 2017.

LEMME, Celso Funcia. Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado. **RAUSP– Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 2, p. 117-124, 2001.

MARQUES, VAGNER ANTONIO; DINIZ, TIAGO CANÇADO. A influência do fator risco nos modelos de *valuation*. **XXX ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**, São Carlos. Anais, 2010.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. **Associação Nacional de Pós Graduação Em Administração**, v. 23, 1999.

MIRANDA, Gilberto José; DOS REIS, Ernando Antonio; LEMES, Sirlei. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 17, n. 3, p. 45-65, 2009.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de avaliação de empresas. **Revista Fae**, v. 6, n. 2, p. 97-112, 2003.

NCR BRASIL. Disponível em: <http://diario.imprensaoficial.am.gov.br/diariooficial/consultaPublica.do;jsessionid=D75722D02CEE1B7D030DC84E7EF2160A> - DIÁRIO DIA 29.04.2015, PÁGINA 25, PUBLICAÇÕES DIVERSAS

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

---

*Valuation* segundo Damodaran e a vantagem competitiva das empresas da Zona Franca de Manaus de acordo com Buffett

SALGUEIRO, Guilherme Caio. Comparação das filosofias de investimento de Benjamin Graham e Warren Buffett: aplicação no mercado brasileiro. **Monografia, Graduação em Administração, Universidade de Sao Paulo, Sao Paulo, SP, Brasil**, 2007.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; CUNHA, Jameson Reinaux da. Questões para avaliação de empresas na nova economia. 2003.

SUFRAMA. Incentivos Fiscais. Disponível em: <<http://www.suframa.gov.br/invest/porque-investir-incentivos-fiscais.cfm>> - Acesso em: 12 dez. 2016.

\_. Codam aprova novos investimentos e discute competitividade do PIM. Disponível em: <<http://site.suframa.gov.br/noticias/reuniao-do-codam-aprova-novos-investimentos-e-discute-competitividade-do-pim>> - Acesso em: 12 dez. 2016.

\_. MODELO ZONA FRANCA – História. Disponível em: <[http://www.suframa.gov.br/zfm\\_historia.cfm](http://www.suframa.gov.br/zfm_historia.cfm)> - Acesso em: 12 dez. 2016.

\_. O que é o Projeto ZFM? Disponível em: <[http://www.suframa.gov.br/zfm\\_o\\_que\\_e\\_o\\_projeto\\_zfm.cfm](http://www.suframa.gov.br/zfm_o_que_e_o_projeto_zfm.cfm)> - Acesso em 12 dez. 2016.

UEDA, Diego Santelli. Análise econômico-financeira das empresas AMBEV, Coca-Cola e Pepsi com base nos critérios de investimento de Warren Buffett. 2016.