

SUMÁRIO

SUMÁRIO	1
LISTA DE TABELAS.....	3
LISTA DE GRÁFICOS	4
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	6
INTRODUÇÃO.....	7
1 REFERENCIAL TEÓRICO DE ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	10
1.1 A CIÊNCIA CONTÁBIL: UMA ABORDAGEM INTRODUTÓRIA	10
1.1.1 Definição de Contabilidade	10
1.1.2 O Patrimônio	12
1.1.3 Os postulados contábeis.....	15
1.1.3.1 O postulado da Entidade	16
1.1.3.2 O postulado da Continuidade	17
1.1.4 Os princípios contábeis.....	17
1.1.4.1 O princípio do Custo Original como Base de Valor.....	18
1.1.4.2 O princípio da Competência	18
1.1.4.3 O princípio do Denominador Comum Monetário	19
1.1.5 As convenções contábeis	19
1.2 ESTRUTURA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	21
1.2.1 O Balanço Patrimonial	22
1.2.2 A Demonstração do Resultado do Exercício - DRE	26
1.2.3 A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido – DMPL	29
1.2.4 A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos - DOAR	30
1.3 CONCEITO E TÉCNICAS DE ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	31
1.3.1 A análise através de índices	34
1.3.1.1 Participação de capitais de terceiros	35
1.3.1.2 Composição do endividamento	36
1.3.1.3 Imobilização do patrimônio líquido.....	37
1.3.1.4 Imobilização dos recursos não correntes	38
1.3.1.5 Liquidez geral	39
1.3.1.6 Liquidez corrente	40
1.3.1.7 Liquidez seca.....	41
1.3.1.8 Giro do ativo	42
1.3.1.9 Margem líquida.....	43
1.3.1.10 Rentabilidade do ativo	43
1.3.1.11 Retorno sobre o patrimônio líquido.....	44
1.3.1.12 Coeficiente de Kanitz.....	44
1.3.1.13 Prazo médio de recebimento de vendas	45
1.3.1.14 Prazo médio de pagamento de compras	45
1.3.1.15 Prazo médio de renovação de estoques e o ciclo operacional.....	46
1.3.2 A análise horizontal e análise vertical	47
1.3.3 Índices padrão: conceituação e critérios de elaboração	49
1.3.4 Análise do capital de giro e o modelo Fleuriet.....	53
1.3.5 Análise da tendência patrimonial	55
2 APRESENTAÇÃO DO SETOR DE PAPEL E CELULOSE E DAS ENTIDADES ESTUDADAS	59

2.1	O SETOR DE PAPEL E CELULOSE NO BRASIL	59
2.1.1	Produção.....	60
2.1.2	Aspectos ambientais	63
2.1.3	Aspectos contábeis	65
2.2	KLABIN S.A.....	66
2.3	ARACRUZ CELULOSE S.A.	68
2.4	SUZANO PAPEL E CELULOSE	70
3	APLICAÇÃO DA TEORIA E AVALIAÇÃO DOS RESULTADOS	73
3.1	PADRÕES PARA ANÁLISE	73
3.2	ANÁLISE FINANCEIRA DAS EMPRESAS	76
3.2.1	Klabin S/A	76
3.2.2	Aracruz Celulose S/A	88
3.2.3	Suzano Papel e Celulose S/A	100
3.3	ANÁLISE COMPARATIVA	113
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	121
	REFERÊNCIAS	125

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Demonstrativo do índice de LG.....	40
Tabela 2 - Análise horizontal	48
Tabela 3 - Análise horizontal anual.....	48
Tabela 4 - Análise vertical	49
Tabela 5 - Divisão dos indicadores em quartis.....	50
Tabela 6 - Classificação de acordo com divisão em quartis.....	51
Tabela 7 - Avaliando a tendência patrimonial.....	57
Tabela 8 - Empresas do setor de papel e celulose.....	60
Tabela 9 - Participação da produção da Klabin S.A. na receita líquida de vendas	66
Tabela 10 - Índices-padrão para o setor de papel e celulose	74

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do ativo - Klabin	77
Gráfico 2 - Evolução do passivo - Klabin	77
Gráfico 3 - Evolução do realizável a longo prazo - Klabin	77
Gráfico 4 - Evolução das vendas x custos - Klabin	79
Gráfico 5 - Evolução do resultado operacional - Klabin	79
Gráfico 6 - Evolução da liquidez - Klabin	80
Gráfico 7 - Evolução do endividamento - Klabin.....	80
Gráfico 8 - Evolução da imobilização do capital - Klabin	81
Gráfico 9 - Evolução do CCL x NCG - Klabin	81
Gráfico 10 - Evolução do ciclo operacional - Klabin.....	82
Gráfico 11 - Evolução da rentabilidade e do giro - Klabin.....	83
Gráfico 12 - Coeficiente de Kanitz - Klabin.....	84
Gráfico 13 - Tendência do endividamento - Klabin	85
Gráfico 14 - Tendência da liquidez - Klabin.....	86
Gráfico 15 - Tendência da rentabilidade - Klabin	86
Gráfico 16 - Tendência da imobilização do capital - Klabin.....	87
Gráfico 17 - Tendência do CCL e da NCG - Klabin	87
Gráfico 18 - Evolução do ativo - Aracruz	88
Gráfico 19 - Evolução do passivo - Aracruz	89
Gráfico 20 - Evolução do permanente - Aracruz	90
Gráfico 21 - Evolução das vendas x custos - Aracruz	91
Gráfico 22 - Evolução do resultado operacional - Aracruz	91
Gráfico 23 - Evolução da liquidez - Aracruz	92
Gráfico 24 - Evolução do endividamento - Aracruz.....	93
Gráfico 25 - Evolução da imobilização do capital - Aracruz	93
Gráfico 26 - Evolução do CCL x NCG - Aracruz.....	94
Gráfico 27 - Evolução do ciclo operacional - Aracruz	94
Gráfico 28 - Evolução da rentabilidade e do giro - Aracruz	95
Gráfico 29 - Coeficiente de Kanitz - Aracruz	96
Gráfico 30 - Tendência do endividamento - Aracruz	97
Gráfico 31 - Tendência da liquidez - Aracruz	98
Gráfico 32 - Tendência da rentabilidade - Aracruz.....	98
Gráfico 33 - Tendência da imobilização do capital - Aracruz	99
Gráfico 34 - Tendência do CCL e da NCG - Aracruz.....	100
Gráfico 35 - Evolução do ativo - Suzano	101
Gráfico 36 - Evolução do passivo - Suzano	102
Gráfico 37 - Evolução do permanente - Suzano.....	103
Gráfico 38 - Evolução das vendas x custos - Suzano	103
Gráfico 39 - Evolução do resultado operacional - Suzano.....	104
Gráfico 40 - Evolução da liquidez - Suzano	105
Gráfico 41 - Evolução do endividamento - Suzano.....	105
Gráfico 42 - Evolução da imobilização do capital - Suzano.....	106
Gráfico 43 - Evolução do CCL x NCG - Suzano.....	107
Gráfico 44 - Evolução do ciclo operacional - Suzano	107
Gráfico 45 - Evolução da rentabilidade e do giro - Suzano	108
Gráfico 46 - Coeficiente de Kanitz - Suzano	109
Gráfico 47 - Tendência do endividamento - Suzano.....	110

Gráfico 48 - Tendência da liquidez - Suzano	111
Gráfico 49 - Tendência da rentabilidade - Suzano.....	112
Gráfico 50 - Tendência da imobilização do capital - Suzano	112
Gráfico 51 - Comparativo: porte das empresas	113
Gráfico 52 - Comparativo: liquidez.....	114
Gráfico 53 - Comparativo: endividamento	114
Gráfico 54 - Comparativo: imobilização do capital.....	115
Gráfico 55 - Comparativo: CCL	116
Gráfico 56 - Comparativo: NCG	116
Gráfico 57 - Comparativo: giro e margem líquida.....	117
Gráfico 58 - Comparativo: ROI e retorno sobre o PL.....	117
Gráfico 59 - Comparativo: coeficiente de Kanitz	118

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR: American Depositary Receipts
AIA: American Institute of Accountants
AICPA: American Institute of Certified Public Accountants
AC: Ativo Circulante
AP: Ativo Permanente
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA: Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
BRACELPA: Associação Brasileira de Celulose e Papel
CCL: Capital Circulante Líquido
CCP: Capital Circulante Próprio
CDG: Capital de Giro
CE: Índice de Composição do Endividamento
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CMV: Custo das Mercadorias Vendidas
CPV: Custo dos Produtos Vendidos
CSP: Custo dos Serviços Prestados
CT: Índice de Participação de Capitais de Terceiros
DIVEXT: Sistema Divulgação Externa ITR/DFP/IAN
DMPL: Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DOAR: Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos
DRE: Demonstração do Resultado do Exercício
ELP: Exigível a Longo Prazo
FIECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GA: Giro do Ativo
IBRACON: Instituto Brasileiro de Contadores
IC: Índice de Imobilização do Capital
ICMS: Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
INC: Índice de Imobilização dos Recursos não Correntes
IPI: Impostos sobre Produtos Industrializados
IR: Imposto de Renda
ISS: Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza
LC: Índice de Liquidez Corrente
LG: Índice de Liquidez Geral
LL: Lucro Líquido
LS: Índice de Liquidez Seca
ML: Margem Líquida
NBC: Norma Brasileira de Contabilidade
NCG: Necessidade de Capital de Giro
PC: Passivo Circulante
PL: Patrimônio Líquido
PMPC: Índice de Prazo Médio de Pagamento de Compras
PMRE: Índice de Prazo Médio de Renovação de Estoques
PMRV: Índice de Prazo Médio de Recebimento de Vendas
RLP: Realizável a Longo Prazo
ROI: Return On Investment
RSP: Retorno sobre o Patrimônio Líquido
S.A.: Sociedade Anônima

INTRODUÇÃO

Avaliar o desempenho financeiro das empresas é um trabalho importante, pois é através dos resultados das análises que é possível tomar conhecimento de uma série de fatores que requerem a atenção tanto dos interessados internos quanto dos externos. Os interessados internos são, principalmente, os gestores, administradores ou donos da empresa. São eles que deverão elaborar estratégias e zelar pela continuidade do negócio.

Os interessados externos são diversos: os acionistas, que precisam saber onde aplicar seu capital com segurança e acompanhar o desempenho dos seus investimentos nas sociedades onde participa, a fim de garantir a rentabilidade necessária para seus propósitos; as instituições financeiras, para fins de concessão de crédito, que é essencial para a manutenção dos investimentos e do capital de giro das empresas; os concorrentes, que utilizarão as informações de forma a realizar uma análise comparativa da performance de seu negócio; outras empresas que venham a realizar operações de fusão ou incorporação e tantos outros usuários que possam vir a carecer de informações sobre as atividades das organizações.

Em paralelo, dentre os diversos setores econômicos que são importantes para o desenvolvimento nacional, destaca-se o setor de papel e celulose. A vasta extensão territorial e as características climáticas brasileiras favorecem o crescimento de madeira, em especial a de eucalipto. Isto, associado à eficiência obtida no manejo florestal, favorece a produção da celulose a baixos custos, o que aumenta a competitividade da indústria nacional no mercado externo. Já a produção de papel, por sua vez, é basicamente destinada ao mercado interno.

Em contrapartida, os custos de financiamento dos projetos florestais são muito altos e há poucos recursos para empréstimos às empresas, o que eleva os custos de capital. Sendo assim, vale reforçar a necessidade de avaliação do desempenho destas empresas. Para objeto de análise da pesquisa foram escolhidas, então, as três maiores indústrias de papel e celulose.

Neste contexto situa-se a contabilidade como o principal instrumento para que se faça possível controlar, avaliar e estudar o patrimônio empresarial e informar aos

tantos interessados sobre os resultados obtidos. Sendo assim, será utilizada na pesquisa a técnica de análise de balanços, para que seja possível avaliar o desempenho financeiro das indústrias de papel e celulose no Brasil e satisfazer a problemática proposta.

O objetivo geral da pesquisa é efetuar uma análise da performance financeira do setor de papel e celulose no Brasil. Os objetivos específicos são:

- a) Realizar uma análise comparativa das principais empresas do setor;
- b) Sugerir indicadores padrão do setor e analisar a situação econômica e financeira destas empresas;
- c) Propor uma projeção dos principais indicadores contábeis das empresas analisadas, visando observar a tendência patrimonial das mesmas.

O método de pesquisa empregado será a pesquisa bibliográfica e o estudo de caso visando obter, além de informações para o conhecimento do setor estudado, sustentação teórica suficiente para aplicar as técnicas de análise das demonstrações financeiras nos informes contábeis das indústrias selecionadas.

As empresas foram selecionadas de acordo com o critério de grandeza Receita Líquida de Vendas exposto pelo Balanço Anual da Gazeta Mercantil do mês de setembro de 2006. O período a ser estudado será de 2002 à 2006. As maiores entidades do setor possuem um parâmetro homogêneo de grandeza. Assim, é possível realizar uma análise comparativa justa e objetiva.

As demonstrações financeiras foram extraídas da base de dados do *site* da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA)¹ e processadas pelo Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), obtido no mesmo *site*. Para que fosse possível o trabalho dos dados, as demonstrações foram exportadas pelo sistema mencionado e tratadas em planilha eletrônica no formato XLS (Microsoft Excel 2002). As informações tratadas serão relacionadas em tabelas e expostas em gráficos, para que seja possível efetuar uma análise mais facilitada e criteriosa. Deve-se ressaltar que não serão utilizadas na pesquisa demonstrações financeiras consolidadas, com o objetivo de que o estudo realizado se faça exclusivamente sobre o desempenho da empresa.

¹ ver <http://www.bovespa.com.br>.

A análise do desempenho financeiro será realizada através da elaboração e interpretação de indicadores contábeis diversos que, no conjunto, permitem extrair informações valiosas para o conhecimento da situação da empresa. Para a contribuição dos indicadores padrão do setor, serão empregados cálculos estatísticos e técnicas apropriadas para este fim, apresentados na bibliografia consultada. A sugestão das tendências patrimoniais será efetuada através do método exposto por Lopes de Sá (1981).

A história e perfil das empresas selecionadas foram extratidas do material bibliográfico consultado, dos respectivos *sites* e dos Relatórios da Administração e de Sustentabilidade publicado por cada uma delas, juntamente com os balanços e demonstrativos contábeis. O perfil do cenário econômico de papel e celulose será apresentado através da bibliografia consultada. As conclusões serão extraídas através da avaliação e análise das tabelas e gráficos elaborados e dos indicadores contábeis e financeiros levantados através da aplicação das técnicas consultadas na revisão da literatura.

A escolha do tema abordado neste trabalho foi motivada, principalmente, pela importância que a Análise das Demonstrações Financeiras significa, não somente para a contabilidade, mas também para todos os usuários internos e externos da organização que possam vir a requerer informações sobre a situação presente, passada e até futura, do patrimônio empresarial. Na pesquisa em questão, a análise de balanços é o instrumento principal para a avaliação das líderes do setor de papel e celulose: Klabin S/A, Aracruz Celulose S/A e Suzano Papel e Celulose S/A, empresas de capital aberto com ações negociadas na BOVESPA.

O setor industrial de Papel e Celulose foi escolhido pela homogeneidade verificada entre as maiores indústrias do ramo² e por ser de alta importância para o cenário econômico brasileiro. Outro fator determinante da escolha deste segmento foi a falta de indicadores padrão verificada, que são referenciais altamente necessários para a avaliação das demonstrações contábeis, já que é através deles que é possível determinar com segurança a situação econômico-financeira das empresas.

² Baseado no critério de classificação de grandeza por receita líquida de vendas.

1 REFERENCIAL TEÓRICO DE ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

“A Análise de Balanços através de índices só adquire consistência e objetividade quando os índices são comparados com padrões, pois, do contrário, as conclusões se sujeitam à opinião e, não raro, ao humor do analista de balanços”³

1.1 A CIÊNCIA CONTÁBIL: UMA ABORDAGEM INTRODUTÓRIA

1.1.1 Definição de Contabilidade

Tratar de análise do desempenho financeiro das empresas, sejam elas industriais, comerciais, prestadoras de serviços, órgãos públicos ou instituições financeiras, requer algumas considerações iniciais. Primeiramente, há a necessidade de se conhecer o negócio a ser avaliado, suas particularidades, características, o cenário econômico onde está inserido. Uma empresa industrial, por exemplo, requer uma análise diferenciada de uma instituição financeira. Uma atinge seus objetivos através de transformação ou produção. A outra, através do uso do capital.

Em seguida, há a necessidade de utilizar parâmetros de comparabilidade, para que seja possível avaliar com segurança, baseado em um ponto de referência padrão, qual a situação da empresa sob tal ou qual ótica. Mas, principalmente e fundamentalmente, para que se faça possível a análise do desempenho financeiro de alguma entidade, é necessário que se possua uma base de conhecimentos contábeis, já que a técnica que viabiliza esta análise é aplicada sobre o produto básico da contabilidade: as demonstrações financeiras. É realmente importante que também se tenha conhecimento dos princípios fundamentais de contabilidade, pois é

³ Matarazzo (2007, p. 187).

baseado neles que as demonstrações contábeis são elaboradas (IUDÍCIBUS, 1998:21).

Sendo assim, inicialmente se faz necessário conceituar a Ciência Contábil e seu objeto. Diversos autores conceituam Contabilidade e, sendo esta uma definição que pode variar de acordo com a linha de pensamento de cada autor, não é raro o surgimento de opiniões controversas. De acordo com Lopes de Sá (1999:42) “Contabilidade é a ciência que estuda os fenômenos patrimoniais, preocupando-se com realidades, evidências e comportamentos dos mesmos, em relação à eficácia funcional das células sociais.” Aqui, para um melhor entendimento do conceito do autor, vale expor o significado de células sociais (ou aziende), que são “[...] agregados sociais que provêm a obtenção de um objetivo individual ou coletivo, coordenado, em geral, aos fins supremos da sociedade.”⁴ (MASI, 1942:3).

Masi (1942:55) ainda define sucintamente Contabilidade como “[...] a ciência que estuda o patrimônio à disposição da azienda [...]”⁵. Sob uma ótica diferente, o AIA, American Institute of Accountants⁶ *apud* Hendriksen e Van Breda (1999:28), define Contabilidade como “[...] a arte⁷ de registro, classificação e sintetização, de maneira significativa e em termos monetários, de transações e eventos que são em parte, de natureza financeira e de interpretação de seus resultados.” Ainda sob um outro ponto de vista, para a FIPECAFI – Função Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (2006:48), Contabilidade é “[...] um sistema de informação e avaliação destinado a prover seus usuários com demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade, com relação à entidade objeto de contabilização.”

Tendo em vista estas definições, vemos que a Contabilidade é a ciência que estuda e controla o patrimônio das entidades, através de registros, classificações e sintetizações, que permite a mensuração dos resultados de seus estudos e controles, para os mais diversos usuários e interessados, sobre a situação patrimonial e financeira da entidade objeto de avaliação em um determinado período. Deve-se ressaltar que não se deve confundir Contabilidade com as

⁴ “(...) la aziende sono aggregati sociali che provvedono al conseguimento di uno scopo individuale o collettivo coordinato, in generale, ai fini supremi della società.”

⁵ “(...) la scienza che studia il patrimonio a disposizione delle aziende (...)”

⁶ Predecessor do AICPA – American Institute of Certified Public Accountants.

⁷ De acordo com Ferreira (2004), arte é a “Capacidade que tem o ser humano de por em prática uma idéia, valendo-se da faculdade de dominar a matéria.”

doutrinas de administração, já que ambas possuem em comum o campo das organizações (HERRMANN JÚNIOR, 1958:8).

1.1.2 O Patrimônio

Verifica-se que nas definições de Contabilidade está explícito o objeto de seu estudo: o patrimônio. O patrimônio é reconhecido como objeto da Contabilidade pelo Postulado da Entidade⁸, o qual afirma a autonomia patrimonial e alerta para o fato de que o patrimônio das entidades não deve se confundir com o de seus sócios ou proprietários. De acordo com o postulado, o patrimônio será “[...] no mínimo, aquele juridicamente formalizado como pertencente à entidade, com ajustes quantitativos e qualitativos realizados em consonância com os princípios da própria Contabilidade.” Sendo assim, se faz necessário também conceituar o que é patrimônio.

De acordo com Lopes de Sá (1999:56) o patrimônio é “[...] um conjunto impessoal de meios e recursos materiais e imateriais, existente em determinado momento, visando à satisfação das necessidades da atividade de uma célula social.” Franco (1974:29) define patrimônio como “[...] um complexo de valores pertencentes a alguém que o explora ou utiliza com um fim determinado.”

O patrimônio apresenta diferenciações de acordo com a atividade executada e varia em grandeza e complexidade de acordo com o grau de riqueza do titular. Esta complexidade geralmente se faz necessária para que se faça possível atingir os objetivos do proprietário. Porém, há certos componentes do patrimônio que são comuns à quase todos os complexos patrimoniais (FRANCO, 1974:30). Um patrimônio pode atingir objetivos diferentes, que podem ser ideais, pessoais ou não. Porém, deve-se alertar que não se deve confundir patrimônio com capital.

Para Lopes de Sá (1999:57),

O termo patrimônio é usado de forma genérica para indicar toda e qualquer riqueza, mas, quando se aplica para a obtenção de lucro, ganha o nome de capital. Conserva, todavia, a denominação de patrimônio quando se aplica particularmente à satisfação de necessidades não lucrativas.

⁸ Ver capítulo 1.1.3.1.

Porém isso não quer dizer que o capital esteja excluído de ser objeto de estudo da contabilidade, já que o que diferencia o termo capital de patrimônio é apenas a finalidade atribuída para ele (LOPES DE SÁ, 1999:57). Hendriksen e Van Breda (1999:174) afirmam que “Os contadores tendem a associar o termo capital ao valor contábil dos títulos possuídos pelos acionistas.”, porém, capital “[...] é o valor de todo o dinheiro em regime em uma empresa.”

O Capital é um recurso colocado à disposição da entidade pelos sócios, não se caracterizando como dívida da entidade para com aqueles: uma dívida possui prazos determinados e o Capital, não; na contabilidade dos sócios, o capital da entidade está registrado como investimentos e não como contas a receber. E se o Patrimônio Líquido por acaso vier a se tornar negativo, o sócio ainda deverá complementar esta falta. Sendo assim, o capital não é nenhuma dívida ou obrigação da empresa para com os sócios (VAINI, 2007).

Em contabilidade, o patrimônio é mensurado em moeda corrente local, podendo ser convertido em outros padrões monetários tanto para informar uma matriz em um outro país quanto para fins gerenciais de comparabilidade com outras empresas. Faz parte deste patrimônio mensurável desde a porção disponível em dinheiro propriamente dito, passando pelos bens imóveis e recursos naturais, por exemplo, minas de carvão e florestas (bem este que é chave para a execução da atividade fim das empresas objeto de avaliação nesta pesquisa), chegando até aos bens intangíveis⁹ como as patentes e os tão discutidos *goodwill*¹⁰. A tabela abaixo demonstra a composição básica de um patrimônio:

⁹ Um bem intangível é “(...) um ativo permanente sem existência física, dependendo seu valor dos direitos que sua posse confere a seu proprietário.” (HENDRIKSEN e VAN BREDÁ, 1999:401).

¹⁰ *Goodwill* é o valor excedente que a empresa tem agregado devido à diversos fatores como imagem, reputação, fidelidade de clientes, ponto comercial, serviços bem prestados etc, que não é relacionado no ativo, excepto quando em circunstâncias de negociação entre empresas (IUDÍCIBUS e MARION, 2006:17).

Quadro 1 – Composição Básica do Patrimônio

ATIVO	PASSIVO
BENS	OBRIGAÇÕES
Prédios, terrenos	Financiamentos
Móveis	Contas a Pagar
Máquinas	Duplicatas a Pagar
Estoques	Impostos a Pagar
Dinheiro	
DIREITOS	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Investimentos	(Recursos colocados à disposição da entidade e respectivos resultados gerados)
Contas a Receber	
Duplicatas a Receber	

Fonte: Adaptado de Franco, 1974:30.

Os grupos que formam o patrimônio são definidos por Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido, sendo sua equação básica:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

Para Lopes de Sá (1999:60), “O ativo, quantitativamente, representa a substância traduzida em valores, ou seja, o conjunto de meios patrimoniais a serem utilizados para a satisfação das necessidades patrimoniais mensuradas homogeneamente, quase sempre em moeda.” De acordo com Canning *apud* Hendriksen e Van Breda (1999:284), um ativo é

[...] qualquer serviço futuro, em termos monetários ou qualquer serviço futuro conversível em moeda [...] cujos direitos pertencem legal ou justamente a alguma pessoa ou algum conjunto de pessoas. Tal serviço é um ativo somente para essa pessoa ou esse grupo de pessoas que o usufrui.

O autor também define passivo como sendo “[...] um serviço, com valor monetário, que um proprietário [titular de ativos] é obrigado legalmente (ou justamente) a prestar a uma segunda pessoa (ou grupo de pessoas) [...]” (HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999:284).

O patrimônio líquido, por sua vez, é a diferença entre o ativo e o passivo, e pode ser definido também por situação líquida, já que esta diferença entre o ativo e o passivo pode ser tanto positiva quanto negativa. Um patrimônio líquido negativo indica que o ativo não está sendo suficiente para cobrir todas as obrigações da

empresa. Esta não é uma situação normal e nem ao menos significa que a empresa deixou de possuir patrimônio. O que ocorre nestes casos é que todo este patrimônio está comprometido com as obrigações da empresa, à curto e longo prazo, e requer mais ingresso de capital para a manutenção de suas atividades, já que esta é uma situação delicada que pode comprometer a continuidade da entidade, culminando na sua extinção. Então, não se deve confundir o conceito de patrimônio com o de patrimônio líquido.

Recapitulando alguns elementos introdutórios na pesquisa, procurou-se até então expor termos e conceitos básicos de contabilidade que serão utilizados no trabalho de análise das demonstrações financeiras das indústrias propostas. Inclusive é muito oportuna a conceituação de contabilidade e de seu objeto de estudo, já que o método empregado neste trabalho está totalmente comprometido com a finalidade de realizar uma avaliação patrimonial e financeira.

Para complementar estes pontos iniciais, é fundamental que se discorra brevemente sobre os postulados, princípios e convenções de contabilidade, que são as diretrizes que irão determinar os rumos das práticas contábeis geralmente aceitas. Vale observar que o que se pretende não é realizar um estudo sobre os princípios fundamentais de contabilidade, apenas introduzi-los para uma boa sustentação teórica.

1.1.3 Os postulados contábeis

Segundo Iudícibus (2000:46), “Um postulado pode ser definido como uma proposição ou observação de certa realidade que pode ser considerada não sujeita a verificação, ou axiomática.” Seriam dois os postulados mais importantes para a contabilidade: os postulados da Entidade Contábil e da Continuidade (IUDÍCIBUS, 2000:47).

1.1.3.1 O postulado da Entidade

De acordo com o Artigo 4º da Resolução Conselho Federal de Contabilidade - CFC nº 750 de 29 de dezembro de 1993,

O Princípio da ENTIDADE reconhece o Patrimônio como objeto da Contabilidade e afirma a autonomia patrimonial, a necessidade da diferenciação de um Patrimônio particular no universo dos patrimônios existentes, independentemente de pertencer a uma pessoa, um conjunto de pessoas, uma sociedade ou instituição de qualquer natureza ou finalidade, com ou sem fins lucrativos. Por consequência, nesta acepção, o patrimônio não se confunde com aqueles dos seus sócios ou proprietários, no caso de sociedade ou instituição.

Para Hendriksen e Van Breda (1999:104), “Uma definição da entidade contábil é importante porque define o campo de interesse e delimita, assim, os objetivos e atividades possíveis e os atributos correspondentes que podem ser escolhidos para inclusão nos relatórios contábeis.” Sendo assim, fica claro que deve constar nas demonstrações financeiras apenas o que é relativo à entidade à qual se refere. Cabe à contabilidade alocar distintamente o que é da entidade e separar o que é dos sócios.

De acordo com Iudícibus (2000:47),

[...] qualquer indivíduo, empresa, grupo de empresas ou entidades, setor ou divisão, desde que execute atividade econômica, e que seja tão importante, a critério dos donos do capital, que justifique um relatório, separado e individualizado de receitas e despesas, de investimentos e retornos, de metas e realizações, pode tornar-se uma entidade contábil.

Inclusive, o patrimônio líquido, quando observado a continuidade das operações, será considerado pertencente à entidade, desconsiderando-se apenas a parcela que é destacada como distribuível (IUDÍCIBUS, 2000:47). Por fim, a escolha da entidade apropriada e a determinação de seus limites devem observar os interesses dos usuários e da informação a ser divulgada.

1.1.3.2 O postulado da Continuidade

De acordo com a Norma NBC T-1.09, “A vida da entidade é continuada; por consequência, como as demonstrações contábeis são estáticas, não podem ser desvinculadas dos períodos anteriores e subsequentes. Ocorrendo a descontinuidade, o fato deve ser divulgado.” (IBRACON, 1994:258).

O postulado da continuidade vem para afirmar que a entidade tem a capacidade de manipular fatores agregando utilidade aos mesmos, observando a geração de resultado futuro (IUDÍCIBUS, 2000:48). Para Hendriksen e Van Breda (1999:105) o postulado da continuidade “[...] é uma premissa relevante, conduzindo à apresentação de informações relativas a recursos, compromissos e atividades operacionais [...] com base na crença de que tal informação pode facilitar a predição de atividades operacionais futuras.”

Para Iudícibus (2000:50) os dois postulados apresentados constituem a base de toda contabilidade, dado que “[...] a contabilidade é mantida para entidades, como pessoas distintas dos sócios que as integram e que, se supõe, continuarão operando por um período indefinido de tempo.”

1.1.4 Os princípios contábeis

Expostos os postulados fundamentais, serão apresentados alguns dos princípios e convenções (ou normas) de contabilidade, que têm a finalidade de ditar um tratamento contábil uniforme aos registros dos atos e fatos administrativos e das demonstrações deles decorrentes.

1.1.4.1 O princípio do Custo Original como Base de Valor

Geralmente este princípio é considerado como sequência do Postulado da Continuidade. Ele dita que os ativos serão registrados na contabilidade pelo valor original pago para comprá-los ou fabricá-los, adicionados os gastos necessários para colocar estes ativos em condições de gerar benefícios para a empresa. Pressupõe que o preço acordado no ato de compra e venda seja a melhor maneira de se avaliar o valor econômico do ativo.

De acordo com o Artigo 7º da Resolução CFC citada anteriormente,

Os componentes do patrimônio devem ser registrados pelos valores originais das transações com o mundo exterior, expressos a valor presente na moeda do País, que serão mantidos na avaliação das variações patrimoniais posteriores, inclusive quando configurarem agregações ou decomposições no interior da ENTIDADE.

Porém, quando se trata de uma avaliação no futuro, não seria o mais correto considerar este custo histórico, já que não há garantia de que ao longo do tempo o ativo continuará a gerar os mesmos benefícios para a entidade (IUDÍCIBUS, 2000:55). O que ocorre é que este princípio é, de certa forma, um reflexo de conservadorismo, característica da Ciência Contábil.

Alvo de diversas críticas na atualidade, a tendência é que este princípio seja substituído pela aceitação ao *Fair Value* – ou “o valor justo” – para mensuração do patrimônio.

1.1.4.2 O princípio da Competência

De acordo com o Artigo 9º. Da Resolução CFC citada anteriormente, “As receitas e despesas devem ser incluídas na apuração do resultado do período em que ocorrerem, sempre simultaneamente quando se correlacionarem, independentemente de recebimento ou pagamento.”

Este princípio considera como ponto de reconhecimento de receita e despesas associadas, o momento onde os produtos e serviços são transferidos ao

cliente (IUDÍCIBUS, 2000:59). Porém, para Lopes de Sá (1995:80), o conceito de competência é relativo e deve-se haver cautela nas considerações.

1.1.4.3 O princípio do Denominador Comum Monetário

Conforme a Norma NBC T-1.03, “O patrimônio e as operações da entidade devem ser expressas na moeda em vigor no país, convertendo-se nesta as transações realizadas noutras moedas.” (IBRACON, 1994:257)

Este princípio expressa a natureza essencialmente financeira da contabilidade, baseado na qualidade da evidenciação da composição patrimonial de uma entidade por meio da mensuração monetária, promovendo força e ao mesmo tempo criando problemas, devido às variações monetárias que ocorrem ao longo do tempo (IUDÍCIBUS, 2000:66). Conforme Lopes de Sá (1995:208), “A debilidade da expressão monetária requer ajustes periódicos sobre os valores contábeis, quando ocorrerem as variações, na forma do que as leis regulam.”¹¹

1.1.5 As convenções contábeis

Segundo Iudícibus (2000:68), “As chamadas convenções contábeis delimitam ou qualificam melhor o tipo de comportamento necessário do contador em face de amplos graus de liberdade que os postulados e princípios lhe permitem abarcar.”

A convenção da Objetividade surge da necessidade de selecionar um procedimento adequado de mensuração em contabilidade. Para Hendriksen e Van Breda (1999), esta restrição está relacionada ao sentido de dar existência aos procedimentos utilizados, podendo ser observada dos seguintes pontos de vista:

¹¹ Vale lembrar que, a partir de 01/01/1996, a correção monetária fica proibida por lei, podendo os ajustes de atualização serem realizados apenas para fins gerenciais.

- a) da referência a uma documentação formal ou tipo de evidência que se suporte o registro e sua avaliação;
- b) da tangibilidade do objeto passível de mensuração, e
- c) da posição de neutrabilidade que a contabilidade deveria manter.

A convenção da Materialidade, conforme Lopes de Sá (1995:312), é a

Conveniência de incluir ou não um dado nas demonstrações contábeis, em razão da importância ou relevância que o mesmo possa ter. No caso, não é apenas o “valor” que dita a conveniência, mas a própria informação. (..) Nos limites, por exemplo, das contas “diversos”, ainda que utilizados dentro do permissível (10% do grupo, conforme fixa a Lei das Sociedades por Ações¹²), não se pode dissolver um dado cuja “materialidade” exija evidenciação.

Quanto à convenção do Conservadorismo, segundo Ludícibus (2000:74), “A caracterização clássica desta concepção é a conhecida regra utilizada principalmente na avaliação de inventários – custo ou mercado, o que for menor.” Trata-se da restrição que dita avaliar, dentre os vários valores possíveis, os maiores para as despesas e os menores para as receitas, visando, com isso, disciplinar o comportamento da administração.

Já a convenção da Consistência ou Uniformidade, para Ludícibus (2000:75),

Esta talvez seja a norma mais importante da Contabilidade [...] Caracteriza-se como um conceito de que, desde que tenhamos adotado certo critério, entre os vários que poderiam ser válidos à luz dos princípios contábeis, não deveria ele ser alterado nos relatórios periódicos, a não ser que absolutamente necessário e desde que a alteração de critério e os efeitos que possa ter acarretado na interpretação por parte dos usuários das evidências e dos resultados da empresa sejam evidenciados.

Como se tem visto nestes elementos introdutórios, todo o trabalho da contabilidade é elaborado de forma a evidenciar corretamente e de maneira cautelosa o patrimônio das entidades. Não que a Ciência Contábil se limite à evidenciação, mas cabe frisar que esta parte do trabalho contábil é efetuada meticulosamente. Isto se faz absolutamente necessário, visto que os resultados das análises patrimoniais efetuadas só tomarão consistência e veracidade se observadas corretamente cada uma das normas, princípios e postulados.

A Contabilidade tem a tarefa de mediar dois tipos de pontos de vista: dos gestores do negócio, que podem ter seus interesses particulares de maneira

¹² Lei 6.404 de 1976.

conflitante com os da entidade e os dos acionistas, que precisam de informações consistentes e seguras para decidir onde devem aplicar seu capital.

Observadas as boas práticas contábeis, as demonstrações financeiras deverão representar da maneira mais exata possível, a situação patrimonial e financeira de uma empresa em uma determinada data. Sendo assim, agora serão descritas e relacionadas quais são as demonstrações financeiras que deverão ser elaboradas pela contabilidade, para que posteriormente sejam apresentadas as técnicas de análise pertinentes.

1.2 ESTRUTURA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A Contabilidade exerce a sua função expositiva através das Demonstrações Contábeis (ou Financeiras, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas), que representam todas as formas de apresentação dos fenômenos patrimoniais. Para Ludícibus (1995:41), “Relatório contábil é a exposição resumida e ordenada dos principais fatos registrados pela contabilidade, em determinado período.”

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, deve-se elaborar, no final de cada exercício e baseados na escrituração contábil, as seguintes demonstrações:

- a) Balanço Patrimonial;
- b) Demonstração do Resultado do Exercício;
- c) Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (que pode ser substituída pela Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido), e
- d) Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos.

As demonstrações deverão ser acrescidas das Notas Explicativas, do Relatório da Administração e do Parecer dos Auditores Independentes. Deve-se observar que estas diretrizes são obrigatórias na publicação das demonstrações das sociedades anônimas. As empresas limitadas devem seguir em parte a lei das S.A.'s, devendo as suas demonstrações serem estruturadas nos moldes dessa lei, porém, não sendo obrigatória as suas publicações. Para as sociedades limitadas

não se aplica também a obrigatoriedade da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos.

Conforme explica Schrickel (1997:51),

O fato de muitas empresas apresentarem seus balanços de forma bastante similar às companhias de capital aberto, quanto à forma, prende-se a razões de índole essencialmente tributária. Com efeito, caso a empresa opte (ou seja forçada a fazê-lo) pela tributação com base no Lucro Real, o preenchimento do formulário do Imposto de Renda Pessoa Jurídica acaba por induzir a empresa a utilizar essencialmente os recursos da Lei n° 6.404 no que tange à estruturação das demonstrações.

A seguir, serão apresentadas as definições das demonstrações financeiras mencionadas.

1.2.1 O Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é a demonstração que apresenta todos os bens e direitos da empresa em determinada data. A palavra “balanço” propõe a idéia de equilíbrio, que é verificada no princípio básico do método das partidas dobradas, onde para todo o fenômeno positivo (crédito) existe um negativo (débito) (FRANCO, 1974:37). Entende-se por débito a aplicação dos valores no negócio e, por crédito, a origem dos valores (LOPES DE SÁ, 1978:29).

Para Franco (1974:38), “Balanço Patrimonial é a apresentação sintética dos elementos que formam o patrimônio, evidenciando a diferencial que completa a equação entre seus valores positivos e negativos [o Patrimônio Líquido].”

O Balanço Patrimonial é constituído de duas colunas. Do lado esquerdo encontra-se o Ativo e do lado direito, o Passivo e o Patrimônio Líquido. É através dele que toda a riqueza patrimonial é evidenciada, suas origens e aplicações, sendo considerado, por este motivo, a fotografia do capital de uma empresa (LOPES DE SÁ, 1978:30).

Para que o Patrimônio seja evidenciado adequadamente no balanço, há a necessidade de se classificar corretamente a matéria patrimonial em grupos de contas específicos e distintos dos demais. O Balanço Patrimonial evidencia também quantitativamente seus componentes, em expressão monetária (FRANCO, 1974:40).

Há também alguns requisitos necessários para a apresentação de um balanço. Deve possuir exatidão e clareza, para que seja compreensível, o que é essencial no trabalho de análise, e deve ter exatidão, a fim de se evitar irregularidades diversas (muitas delas dolosas, caracterizando as famosas fraudes) (LOPES DE SÁ, 1978:31). Cabe ressaltar que cada sociedade, além dos padrões genéricos de balanços, possui as suas particularidades próprias do ramo. Devido a todos estes fatores, o analista deve atentar quanto aos aspectos do Balanço Patrimonial, a fim de se evitar falhas.

Conforme dita a Lei das S.A.'s, o Balanço Patrimonial deve conter os seguintes grupos de contas:

Quadro 2 – Grupos de Contas do Balanço Patrimonial

ATIVO

ATIVO CIRCULANTE

- Disponibilidades.
- Direitos realizáveis no curso do exercício social seguinte.
- Aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte.

ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO

- Direitos realizáveis após o término do exercício seguinte.
- Direitos derivados de adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia.

ATIVO PERMANENTE

Investimentos

- Participações permanentes em outras sociedades e direitos de qualquer natureza, não classificáveis no Ativo Circulante, ou Realizável a Longo Prazo que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou empresa.

Imobilizado

- Direitos que tenham por objeto bens destinados à manutenção das atividades da companhia ou empresa, ou exercidos com essa finalidade, inclusive os de propriedade comercial ou industrial.

Diferido

- Aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais.

PASSIVO

PASSIVO CIRCULANTE

- Obrigações da companhia, inclusive financiamentos para a aquisição de direitos do Ativo Permanente quando vencerem no exercício seguinte.

PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO

- Obrigações vencíveis em prazo maior do que o exercício seguinte.

RESULTADO DE EXERCÍCIOS FUTUROS

- Receitas de exercícios futuros diminuídas dos custos e despesas correspondentes.

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Capital Social

- Montante do capital subscrito e, por dedução, parcela não realizada.

Reservas de Capital

- Ágio na emissão de ações ou conversão de debêntures e partes beneficiárias.
- Produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição.
- Prêmios recebidos na emissão de debêntures, doações e subvenções para investimentos.
- Correção monetária do capital realizado, enquanto não capitalizada.

Reservas de Reavaliações

- Contrapartida do aumento de elementos do Ativo em virtude de novas avaliações, documentadas por laudo técnico.

Reservas de Lucros

- Contas constituídas a partir de lucros gerados pela companhia.

Lucros ou Prejuízos Acumulados

- Lucros gerados pela companhia, que ainda não receberam destinação específica.

Seguindo as diretrizes da Lei das S.A.'s, as contas devem ser classificadas no balanço de maneira ordenada e uniforme e utilizando como critério a liquidez das mesmas. No ativo deverão ser apresentadas, em ordem decrescente de liquidez, primeiramente as contas que são as mais líquidas (ou mais rapidamente conversíveis em dinheiro), partindo do item "Disponível", até o Diferido. No passivo, deverão ser classificadas em primeiro lugar as contas cuja exigibilidade ocorrerá antes.

Para Schrickel (1997:52), "[...] o balanço é, sem dúvida, a forma mais simples, direta e melhor para se conhecer e avaliar uma empresa.", porém, "[...] é imperativo ter em mente que o balanço é apenas o ponto de partida desse conhecimento e avaliação, não um fim em si mesmo."

Através do Balanço Patrimonial é possível identificar alguns tipos de informações importantes: as econômicas, através da exibição da situação e da variação dos recursos próprios (o Patrimônio Líquido), em relação ao ativo e o passivo; as financeiras, através da evidenciação das disponibilidades da empresa em relação às suas obrigações; as patrimoniais, demonstrando os capitais aplicados (os bens e direitos) e as suas origens (que são as obrigações); e, finalmente, as específicas, através da evidenciação da natureza dos bens, direitos e obrigações e as respectivas classificações em grupos distintos (SCHRICKEL, 1997:53).

Quanto à classificação no balanço das contas devedoras e credoras (ativo e passivo, nesta ordem), há algumas particularidades que são as contas retificadoras, que têm o objetivo de levar a uma apresentação mais correta dos componentes patrimoniais no balanço. As mais comuns são: títulos (ou duplicatas) descontados, provisão para devedores duvidosos, depreciações (amortizações ou exaustões) acumuladas, ações em tesouraria e capital à realizar.

Os títulos descontados são apresentados de forma redutora da conta de duplicatas à receber, visando evidenciar o valor líquido dos direitos da empresa. Representa a antecipação do recebimento de títulos realizada em bancos, mediante uma certa taxa de juros. Para Schrickel (1997:57), "Os títulos descontados são consequência de uma anomalia no ciclo operacional [...] ou da insuficiência de capital próprio em relação às reais necessidades da empresa."

A provisão para devedores duvidosos tem a finalidade de evidenciar as prováveis perdas financeiras por inadimplência que uma empresa poderá sofrer com seus clientes. Tem o objetivo de reduzir o lucro disponível para evitar a descapitalização da empresa.

As depreciações, amortizações e exaustões acumuladas têm a finalidade de registrar a perda da vida útil de um ativo fixo (por exemplo: imóveis, benfeitorias e florestas, nesta ordem) e é deduzida dos lucros para compensar a contrapartida da manutenção destes ativos ao longo dos exercícios¹³. Vale ressaltar que estas e as outras contas citadas anteriormente não são ativos e sim um método contábil para que se represente adequadamente os saldos reais dos ativos à elas vinculados.

Já do lado do passivo, as ações em tesouraria representam a recompra de ações próprias que a empresa faz no mercado, visando efetuar a manutenção do valor das ações. Quando uma empresa começa a retirar ações do mercado através de recompra, o preço destas sobe, aumentando, assim, a riqueza dos acionistas. A conta Capital à Realizar, por sua vez, representa a parcela do capital social proposta pelos acionistas ainda não subscrita em dinheiro ou bens materiais.

Finalmente, deve-se dar ênfase no trabalho de análise desta demonstração em conjunto com a demonstração do resultado do exercício. Estas podem ser consideradas as demonstrações mais importantes, por representarem a situação econômica e financeira empresarial.

1.2.2 A Demonstração do Resultado do Exercício - DRE

Segundo Iudícibus (1995:50), “A demonstração do resultado do exercício é um resumo ordenado das receitas e despesas da empresa em determinado período (12 meses).” Esta é uma demonstração apresentada na forma dedutiva, onde das receitas são subtraídas as despesas, até atingir o resultado líquido do exercício, que poderá ser positivo (lucro) ou negativo (prejuízo).

¹³ Esta compensação ocorre na forma de dedutibilidade da base de cálculo do Imposto de Renda.

As contas são classificadas de acordo com a natureza, de modo a compreenderem todas as receitas e despesas originadas na atividade do negócio. Porém, cabe observar que, conforme afirma Matarazzo (2007:45),

A Demonstração do Resultado retrata apenas o fluxo econômico e não o fluxo monetário (fluxo de dinheiro). Para a Demonstração do Resultado não importa se uma receita ou despesa tem reflexos em dinheiro, basta apenas que afete o Patrimônio Líquido.

Por exemplo, embora a conta de juros passivos represente perda efetiva de moeda, a conta de depreciação acumulada é meramente econômica e representa uma despesa que não foi desembolsada efetivamente. De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, a DRE deverá ser apresentada da seguinte maneira:

Quadro 3 - Demonstração do Resultado do Exercício

RECEITA BRUTA DAS VENDAS E SERVIÇOS
(-) Devoluções
(-) Abatimentos
(-) Impostos
= Receita Líquida das Vendas e Serviços
(-) Despesas com Vendas
(-) Despesas Financeiras (deduzidas das Receitas Financeiras)
(-) Despesas Gerais e Administrativas
(-) Outras Despesas Operacionais
+ Outras Receitas Operacionais
= Lucro ou Prejuízo Operacional
+ Receitas não Operacionais
(-) Despesas não Operacionais
+ Saldo da Correção Monetária
= Resultado do Exercício antes do Imposto de Renda
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Participações de Debêntures
(-) Participação de Empregados
(-) Participação de Administradores e Partes Beneficiárias
(-) Contribuições para Instituições ou Fundo de Assistência ou Previdência de Empregados
= Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício
= Lucro ou Prejuízo por Ação

Fonte: Matarazzo, 2007:46.

A Receita Bruta compreende o montante bruto vendido no exercício (ou dos serviços prestados faturados) acrescidos dos impostos sobre vendas (que são pertencentes ao governo), não subtraídas as devoluções e abatimentos (IUDÍCIBUS, 1995:51). Como Impostos e Taxas sobre Vendas, entende-se aqueles originados no momento da venda, por exemplo, IPI, ICMS, ISS etc. As deduções ou devoluções

referem-se a abatimentos concedidos por defeitos no produto ou devoluções por desacordo com o pedido.

Lucro Bruto, conforme Lopes de Sá (1995:298), é a “Diferença produzida pela comparação entre o preço de venda de um bem e o de seu custo de fabricação ou aquisição.”, lembrando que devemos considerar, para este fim, a receita líquida de vendas. O custo, por sua vez, é subdividido de acordo com a atividade econômica: nas indústrias, é denominado Custo dos Produtos Vendidos (CPV); no comércio, é denominado Custo das Mercadorias Vendidas (CMV) e nas prestadoras de serviço é denominado Custo dos Serviços Prestados (CSP) (IUDÍCIBUS, 1995:33).

O Lucro Operacional, conforme Lopes de Sá (1995:301), é o “Lucro líquido resultante das operações normais realizadas pela empresa.” Para atingí-lo, são deduzidas as despesas operacionais, que são aquelas envolvidas na execução da atividade fim da empresa, compreendidas basicamente em Despesas de Vendas, Administrativas e Financeiras. O Lucro não Operacional, por sua vez, é aquele resultante fora das atividades fim da empresa.

O Lucro Depois do Imposto de Renda é aquele obtido após a dedução deste imposto, que é incidente sobre o lucro da empresa. Por competência, o Imposto de Renda – IR é considerado no exercício em que foi gerado (ano-base) e não no do pagamento, ressaltando-se que o lucro considerado não é exatamente o apurado na contabilidade e sim o ajustado de acordo com a legislação do IR, denominado Lucro Real (IUDÍCIBUS, 1995:58).

Após este lucro, deduzidas as participações estatutárias e contribuições de assistência, encontra-se o Lucro Líquido, que é o montante final à disposição dos sócios ou acionistas. Lopes de Sá (1995:301) atenta para a necessidade de utilizar uma parte deste lucro para a proteção do capital da empresa, realizando investimentos no negócio.

Deve-se, também, atentar que, conforme explica a FIPECAFI (2006:31), “As receitas e despesas são apropriadas ao período em função da sua incorrência e da vinculação da despesa à receita, independentemente de seus reflexos no caixa.” É o que dita o Princípio da Competência.

1.2.3 A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido – DMPL

Esta demonstração pode ser apresentada como substituta da Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (obrigatória pela Lei das S.A's), por abranger todas as contas que constituírem o Patrimônio Líquido da empresa. Para Matarazzo (2007:46),

A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido apresenta as variações de todas as contas do Patrimônio Líquido ocorridas entre dois balanços, independentemente da origem da variação, seja ela proveniente da correção monetária, de aumento de capital, de reavaliação de elementos do ativo, de lucro ou de simples transferência entre contas, dentro do próprio Patrimônio Líquido.

Quadro 4 - Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido

	Capital Realizado	Reservas de Capital			Reservas de Lucro		Lucros Acumulados	Total
		Correção Monetária do Capital	Ágio na Emissão de Ações	Incentivos Fiscais	Reserva Legal	Reserva Estatutária		
Saldos em 31/12/X0								
.Correção monetária								
Aumentos de capital								
.com lucros e reservas								
.por subscrições realizadas								
.Lucro líquido do exercício								
Destinação do lucro líquido								
.Reserva legal								
.Reserva estatutária								
.Dividendos								
Saldos em 31/12/X1								

Fonte: Matarazzo, 2007:47.

Por se tratar de um elemento complementar, a DMPL não costuma ser analisada no sentido tradicional em que são analisados o balanço e a DRE.

1.2.4 A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos - DOAR

Para Matarazzo (2007:48), “[...] a DOAR é uma demonstração que evidencia a variação do Capital Circulante Líquido [CCL].” Contempla as novas origens e aplicações verificadas durante o exercício, porém, limitando-se àquelas ocorridas nos itens não circulantes do balanço. A seguir, um modelo básico de uma DOAR:

Quadro 5 - Demonstração Comparativa das Origens e Aplicações de Recursos

<p>ORIGENS DE RECURSOS:</p> <ul style="list-style-type: none"> DAS OPERAÇÕES: <ul style="list-style-type: none"> - Lucro Líquido do Ano - Mais: <ul style="list-style-type: none"> - Depreciação e Amortizações - Resultado da Correção Monetária do Exercício (saldo devedor) - Variações Monetárias de Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo - Menos: <ul style="list-style-type: none"> - Participação nos resultados de controladas e coligadas (deduzida dos dividendos recebidos) - Resultado da Correção Monetária (saldo credor) - Resultado na Alienação de Bens do Imobilizado <p>Total das Operações</p> <ul style="list-style-type: none"> DOS ACIONISTAS: <ul style="list-style-type: none"> - Integralização de Capital DE TERCEIROS: <ul style="list-style-type: none"> - Ingresso de Empréstimos a Longo Prazo - Alienação de Itens do Imobilizado (valor de venda) - Resgate de Investimentos Temporários a Longo Prazo <p>Total das Origens</p> <p>APLICAÇÕES DE RECURSOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aquisições de Direitos do Imobilizado (ao custo) - Adições ao Custo no Ativo Diferido - Aplicações em Investimentos Permanentes em outras Sociedades - Aplicações em Investimentos Temporários a Longo Prazo - Transferências para Curto Prazo de Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo - Dividendos Propostos <p>Total das Aplicações</p> <p>ACRÉSCIMO (DECRÉSCIMO) NO CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO</p>
--

Fonte: Matarazzo, 2007:50.

A DOAR mostra sua importância ao evidenciar aspectos que não são explícitos no balanço, como por exemplo a venda e compra simultânea de imobilizado, com seus efeitos nas disponibilidades ou financiamentos. A DOAR vem para demonstrar os recursos adicionais de que a empresa se utilizou e onde os

aplicou, permitindo a análise do aspecto financeiro da empresa, no que diz respeito ao movimento de investimentos e financiamentos (MATARAZZO, 2007:49).

Tendo exposto os itens básicos introdutórios à respeito da contabilidade, seu objeto e as demonstrações que são por ela elaboradas, será discorrido, a partir de agora, sobre o conceito de análise das demonstrações financeiras, os métodos e técnicas empregadas nas avaliações.

1.3 CONCEITO E TÉCNICAS DE ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Como já foi exposto anteriormente, a Análise das Demonstrações Financeiras é o instrumento que irá possibilitar ao empresário, acionista ou parte interessada, ter o conhecimento da situação atual, passada e da avaliação de tendências da saúde patrimonial e financeira de uma determinada entidade.

Em conformidade com Ferreira (2004), a palavra análise significa: “3. Exame de cada parte de um todo, tendo em vista conhecer sua natureza, suas proporções, suas funções, suas relações etc.” Logo, como explica Lopes de Sá (1978:19),

Análise de balanço é, pois, o estudo da situação de uma parte, de um sistema de partes ou do todo patrimonial de uma empresa, mediante a decomposição de elementos e levantamento de dados que consistem em relações diversas que entre si possam ter tais elementos, visando-se a conhecer a realidade de um estado ou ajuizar os efeitos de uma administração sob certo ponto de vista.

Iudícibus (1995:21) considera a análise de balanços como “[...] ‘a arte de saber extrair relações úteis, para o objetivo econômico que tivermos em mente, dos relatórios contábeis tradicionais e de suas extensões e detalhamentos, se for o caso’.” O autor considera a análise de balanços como uma arte pois “[...] embora existam alguns cálculos razoavelmente formalizados, não existe forma científica ou metodologicamente comprovada de relacionar os índices de maneira a obter um diagnóstico preciso.” (IUDÍCIBUS, 1995:21).

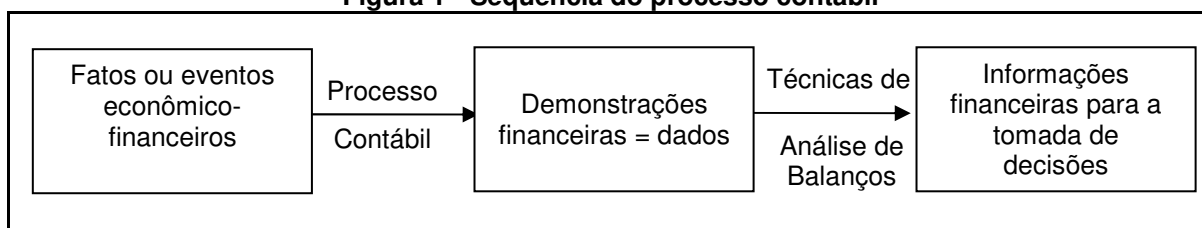
É através da análise que será possível gerar, com base nos dados constantes nas demonstrações contábeis, informações necessárias para a tomada de decisões.

De acordo com Matarazzo (2007:15), devemos atentar para a diferença entre dados e informações:

Dados são números ou descrição de objetos ou eventos que, isoladamente, não produzem nenhuma reação ao leitor. Informações representam, para quem as recebe, uma comunicação que pode produzir reação ou decisão, frequentemente acompanhada de um efeito-surpresa.

Segundo o autor, as informações são geradas como mostra o quadro a seguir:

Figura 1 - Sequência do processo contábil



Fonte: Matarazzo, 2007:16

Ao efetuar a análise financeira, é possível obter diversas informações, como: situação econômica e financeira, desempenho, eficiência na utilização de recursos, pontos fortes e fracos, tendências e perspectivas, quadro evolutivo, adequação das fontes às aplicações de recursos, causas das alterações na situação financeira e na rentabilidade, evidências de erros da administração, providências que deveriam ser tomadas e não foram, avaliação de alternativas econômico-financeiras futuras etc (MATARAZZO, 2007:18).

Ao iniciar o trabalho de análise, deve-se certificar que todas as demonstrações financeiras necessárias foram levantadas, incluindo as notas explicativas. Das demonstrações, as que serão analisadas com maior ênfase serão o Balanço e a DRE. É interessante também, se possível, realizar o trabalho com demonstrações de períodos consecutivos, a fim de se obter uma maior consistência nas informações. A confiabilidade das Demonstrações Contábeis também é fundamental e deve ser levada em conta. Isto deve ser feito através de um conhecimento prévio do parecer dos auditores independentes.

No balanço existem alguns itens que devem ser reclassificados antes do início da análise, para uma melhor adequação das informações contábeis. Pela característica da conta, Duplicatas Descontadas deve ser reclassificada para o Passivo Circulante, pois, de certa forma, representa uma obrigação da empresa para

com uma instituição financeira. As Despesas de Exercícios Seguintes, se relevantes, devem ser reduzidas do PL, já que serão transformadas em despesas efetivas que reduzirão o resultado do exercício. Os Resultados de Exercícios Futuros, por sua vez, devem ser reclassificados também para o PL, pela característica similar (MARION, 2002:43).

Marion (2002:23) sugere um roteiro com quatro situações para se avaliar a qualidade e credibilidade das demonstrações financeiras:

a) Ideal para análise:

Demonstrações publicadas em jornais que atendam aos requisitos da lei das S.A.'s; com Relatório da Administração, Notas Explicativas e assinadas por contador; parecer de auditor independente que não esteja auditando a empresa a mais de cinco anos e que não tenha como faturamento individual desta empresa mais de 2% do faturamento total.

b) Situações que requerem cuidados:

Demonstrações com Relatório da Administração muito sucinto ou com falta de Notas Explicativas; demonstrações cujo parecer de auditoria não cumpra com o observado no item "a" acima; demonstrações publicadas que não cumpram com todos os requisitos da lei das S.A.'s.

c) Situações que requerem cuidados redobrados:

Demonstrações não publicadas em jornais; sem parecer de auditoria independente ou parecer com ressalva; que não atendam em sua maioria os requisitos da lei das S.A.'s e outras situações não previstas nos itens A e B.

d) Situações onde não se deve realizar análise baseada nas demonstrações contábeis:

Empresa que trabalha baseada no Lucro Presumido, com demonstrações montadas especialmente para análise; quando há contradições ou exageros notáveis nas demonstrações; empresa que não valoriza a contabilidade ou cujas demonstrações não demonstram a realidade.

Na metodologia da análise, baseada em raciocínio científico, devem ser realizadas etapas perfeitamente coordenadas e em sequência, as quais: o levantamento de índices das Demonstrações Financeiras, a comparação destes

índices com índices-padrão, o diagnóstico através da ponderação de diferentes informações e a tomada de decisões (MATARAZZO 2007:20). A seguir, serão expostas as principais técnicas de análise utilizadas dentre as diversas existentes, sendo que uma das mais comuns é a análise através de índices.

1.3.1 A análise através de índices

Neste capítulo serão descritos os principais índices utilizados na análise de balanços, com suas funções, fórmulas e interpretações. Comparar os índices obtidos com padrões é extremamente importante para que seja possível efetuar uma análise adequada. Para Matarazzo (2007:147), “Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa.”, porém, como explica o autor, não se deve resumir o trabalho de Análise de Balanços com extração de índices.

Os índices também não devem ser analisados isoladamente. É necessário analisar a empresa sob várias óticas para que seja possível concluir algo sobre a sua situação. Segundo Lopes de Sá (2007), “A quantidade de variáveis que existe em cada movimento do patrimônio é grande demais para que possa ser julgada através de poucos elementos.” Também é necessário que se conheça sobre o negócio da empresa e as suas particularidades, que podem influenciar significativamente nas interpretações das análises efetuadas. Para um supermercado, por exemplo, é natural trabalhar com índices de liquidez seca muito baixos, já que o nível de estoques nesses casos são altos. Já para uma prestadora de serviços, este indicador não será útil na análise, pois dificilmente uma empresa deste tipo trabalhará com valores significativos de estoques.

Matarazzo (2007:148) afirma que, para uma análise adequada, “O importante não é o cálculo de grande número de índices, mas de um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de profundidade desejada da análise.”, que varia de acordo com as necessidades do usuário. Matarazzo (2007:148) também explica que a análise de índices perde sua eficiência à medida

que se acrescentam novos índices e que o número adequado para se extraírem informações de qualidade seria em torno de 11 índices.

Estes são divididos em índices que evidenciam a situação financeira, que são os índices de estrutura de capitais e de liquidez, e índices que evidenciam a situação econômica, que são os de rentabilidade. A seguir, serão apresentados os principais índices para a análise de balanços, de acordo com a opinião de Matarazzo (2007:152).

1.3.1.1 Participação de capitais de terceiros

Conforme foi descrito anteriormente, o balanço demonstra, basicamente, a origem dos recursos da empresa, que é o Passivo, contra suas aplicações, o Ativo. As origens de recursos podem ser de capitais próprios (Patrimônio Líquido) ou de terceiros (Passivo Exigível). O indicador de Participação de Capitais de Terceiros (CT) vem justamente para demonstrar quanto a empresa tomou de recursos de terceiros em relação aos investimentos próprios. A fórmula para este índice é:

$$CT = (\text{Capitais de Terceiros} / \text{PL}) \times 100$$

Para Lopes de Sá (1978:113), “Esta é uma verificação de caráter absoluto porque tenta estabelecer relação por meio do total, considerando para isto todas as dívidas da empresa, tanto de prazo longo como de curto prazo.” A interpretação deste índice deve ser “quanto menor, melhor”.

O capital de terceiros pode ser subdividido em dois tipos: capitais onerosos e não onerosos. Capitais onerosos se resumem naqueles onde há incidência de juros, como por exemplo Empréstimos e Financiamentos Bancários. Os não onerosos são aqueles onde a normalidade é não haver esta incidência, como por exemplo, fornecedores, impostos, encargos sociais a pagar etc.

Marion (2002:105) observa que, para períodos inflacionários, é mais conveniente para a empresa trabalhar com capitais de terceiros não onerosos. Matarazzo (2007:154) reafirma o ponto de vista citado quando diz que “Do ponto de vista de obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com

capitais de terceiros, se a remuneração paga a estes capitais de terceiros for menor do que o lucro conseguido com a sua aplicação nos negócios.”

Entretanto, uma elevada participação de capitais de terceiros torna a empresa mais vulnerável. Este é um índice muito observado pelas instituições financeiras, para fins de concessão de crédito. Geralmente as empresas que vão à falência apresentam um nível elevado de endividamento (MARION, 2002:105; MATARAZZO, 2007:155). Uma comparação com padrões permitirá saber se a empresa está dentro de uma tolerância razoável.

Na avaliação da capacidade de endividamento da empresa, deve-se também levar em consideração a capacidade de geração de recursos, a liquidez e a capacidade de renovação de dívidas vencidas (MATARAZZO, 2007:155). Ou seja:

- a) Alta geração de recursos permite um maior endividamento, pois há maior capacidade de pagamento;
- b) Investimentos em capital de giro aumentam a liquidez da empresa, favorecendo a capacidade de quitar dívidas. Como afirma Franco (1976:142), “Se o imobilizado for reduzido ou quase inexistente, e grande o capital circulante, a liquidez da empresa será boa, a despeito do seu reduzido capital próprio.”
- c) No caso do não pagamento de uma dívida, administrá-la através da renegociação de prazos é fundamental.

Por fim, é importante levar em consideração que, apesar de altos níveis de financiamento poderem beneficiar a empresa por certo tempo, a partir de um certo ponto, devido ao aumento do risco, as taxas de juros para a empresa aumentam, inviabilizando esta prática (ASSAF NETO, 2002:145; IUDÍCIBUS, 1995:106).

1.3.1.2 Composição do endividamento

Esse indicador visa fornecer informações sobre a qualidade das dívidas da empresa. Esta qualidade está diretamente relacionada com o grau de exigibilidade,

uma vez que o aumento de dívidas de curto prazo tende a reduzir a liquidez da empresa. Este índice é obtido através da fórmula:

$$CE = (PC / \text{Capitais de Terceiros}) \times 100$$

Quanto menor o índice, melhor. Iudícibus (1995:106) alerta que a empresa deve evitar financiar seu crescimento com dívidas de curto prazo:

A empresa em franca expansão deve procurar financiá-la, em grande parte, com endividamento de longo prazo, de forma que, à medida que ela ganhe capacidade operacional com a entrada em funcionamento dos novos equipamentos e outros recursos de produção, tenha condições de começar a amortizar suas dívidas.

Para Marion (2002:106), o ideal seria o equilíbrio entre curto e longo prazo, normalmente utilizando endividamento a curto prazo para financiar o ativo circulante; desconto de duplicatas e empréstimos de curto prazo também reduzem a qualidade da dívida por terem um custo alto, e devem ser evitados.

1.3.1.3 Imobilização do patrimônio líquido

Indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido ou Imobilização do Capital (IC), este índice demonstra quanto a empresa investiu no Ativo Permanente em comparação ao Patrimônio Líquido e é representado pela seguinte fórmula:

$$IC = (AP / PL) \times 100$$

O índice deve ser interpretado como “quanto menor, melhor”. A diferença do percentual refere-se à parcela aplicada no ativo circulante, chamada de CCP (Capital Circulante Próprio). A empresa deve ponderar seus investimentos em Permanente, pois a disponibilidade de CCP garante a folga financeira necessária para uma manutenção saudável das operações de giro (MATARAZZO, 2007:158). Aqui também deve-se ressaltar a necessidade de padrões para comparabilidade, isto porque, conforme explica Matarazzo (2007:159), “Em certos ramos de atividade, como o de transportadoras, ferrovias, siderúrgicas, produtoras de energia elétrica, é normal imobilizar além do Patrimônio Líquido.” Myer *apud* Assaf Neto (2002:132), conclui que “Uma empresa pode tornar-se ineficiente se não providenciar

equipamento moderno, mas, por outro lado, pode tornar-se insolvente se uma expansão não for justificada pelo aumento posterior do volume de negócios”¹⁴.

Portanto, o que deve-se sempre levar em conta é que, conforme explica Franco (1976:151), “Para ampliação de sua capacidade produtiva, tendo a empresa necessidade de aumentar seu imobilizado, deverá recorrer aos capitais obtidos a longo prazo, pois só assim poderá amortizá-lo com o próprio aumento de rendimento da produção.”

1.3.1.4 Imobilização dos recursos não correntes

Este índice indicará o percentual de recursos não circulantes aplicados no Ativo Permanente, devendo ser interpretado da maneira “quanto menor, melhor”. Sua fórmula é:

$$\text{INC} = (\text{AP} / (\text{PL} + \text{ELP})) \times 100$$

Para Matarazzo (2007:160), a utilização dos recursos não correntes para financiar o Imobilizado deve ser compatível com o prazo de vida útil do ativo, ou então com um prazo que seja suficiente para que a empresa possa gerar recursos. Matarazzo (2007:160) ainda explica que, como regra, este índice nunca deve ser superior a 100%; que deve sempre existir um excesso de recursos não correntes que financiem o Ativo Circulante, para que haja uma folga financeira na administração da empresa. Quanto maior a proporção de Capital Circulante Próprio, melhor.

Segundo Matarazzo (2007:163),

A diferença entre ter e não ter Capital Circulante Próprio é: quem tem bom Capital Circulante Próprio goza da tranquilidade e de boa saúde financeira a curto e longo prazo (a menos que a empresa sofra sérios prejuízos); quem não tem bom Capital Circulante Próprio precisa, a curto prazo, consertar a situação com financiamentos e, a longo prazo, não pode ter certeza da manutenção da sua saúde financeira.

Uma empresa industrial possuirá, basicamente, dois tipos de investimentos: um para a instalação de sua capacidade produtiva (imóveis, máquinas,

¹⁴ MYER, John N. Análise das Demonstrações Financeiras. São Paulo: Atlas, 1976.

equipamentos etc.) e outro que é o investimento em giro, como estoques, seguros antecipados etc. Para Matarazzo (2007:163), “[...] o Realizável a Longo Prazo é absolutamente irrelevante para a Análise de Balanços [...]”.

1.3.1.5 Liquidez geral

Alguns autores consideram os quocientes de liquidez como a capacidade de solvência ou até mesmo de pagamento das empresas (MARION, 2002:89; LOPES DE SÁ, 1978:81; ASSAF NETO, 2002:171). Matarazzo (2007:164), considera que os índices de liquidez procuram medir a solidez da base financeira da empresa, pois embora esta possa ter bons índices de liquidez, variáveis como prazo e renovação de dívidas podem influir no pagamento ou não das mesmas.

Fato é que o quociente de Liquidez Geral (LG) considera todos os valores conversíveis, à curto e longo prazo, em relação à todas as exigibilidades da empresa. A interpretação deve ser feita da maneira “quanto maior, melhor”. Sua fórmula é:

$$LG = (AC + RLP) / (PC + ELP)$$

Como exemplo, um índice de 1,50 indicaria que, para cada R\$ 1,00 de dívida, há R\$ 1,50 de recursos conversíveis em dinheiro, ou seja, a empresa quitaria todas as suas exigibilidades e ainda haveria R\$ 0,50 de sobra, que é representado pelo CCL. O problema explicado anteriormente por Matarazzo se deve pelo motivo de que, embora todas as dívidas da empresa sejam obrigações certas, nem todos os recebíveis significam disponibilidade futura concreta. Por esse motivo, é necessário avaliar cuidadosamente este índice de liquidez e sempre em conjunto com outros índices. Por outro lado, um índice de LG inferior à 1,00 não significa necessariamente que a empresa está insolvente, isto porque este índice considera as exigibilidades de curto e longo prazo e estas últimas serão vencíveis em vários exercícios, não comprometendo, de imediato, a situação financeira da empresa (FRANCO, 1976:139; MATARAZZO, 2007:167; MARION, 2002:90).

Lopes de Sá (1978:82) ainda faz outra consideração que deve ser levada em conta: “A situação de disponibilidade e de exigibilidade pode modificar-se sem que

se altere o quociente [...]”, ou seja, embora o CCL permaneça inalterado, os quocientes podem variar, conforme exemplo abaixo:

Tabela 1 - Demonstrativo do índice de LG

	X1	X2
AC + RLP	1.500.000,00	2.500.000,00
PC + ELP	1.200.000,00	2.200.000,00
LG	1,25	1,14
CCL	300.000,00	300.000,00

Fonte: Adaptado de Lopes de Sá, 1978:82.

Os índices de liquidez que serão expostos a seguir complementam a análise, em conjunto com o índice de liquidez geral.

1.3.1.6 Liquidez corrente

Segundo Franco (1976:137), “Este quociente, que é a comparação do disponível mais o realizável a curto prazo com o exigível a curto prazo, nos dá a possibilidade de solução dos compromissos em caso de conversão total dos valores realizáveis a curto prazo.” Como todos os outros índices de liquidez, o índice de Liquidez Corrente (LC) deve ser interpretado da forma “quanto maior, melhor”. É representado pela fórmula:

$$LC = AC / PC$$

Para Iudícibus (1995:102), “No quociente de liquidez [corrente] é preciso, como de resto para muitos outros quocientes, atentarmos para o problema dos prazos de vencimentos das contas a receber e das contas a pagar.” Conforme explica Lopes de Sá (2007), “[...] a liquidez não depende só do quantitativo de meios patrimoniais de pagamentos, mas, da adequação da velocidade destes em sua relação com as necessidades de pagamentos [...]”.

A presença dos estoques no cálculo deste quociente pode distorcer um pouco a qualidade do índice (FRANCO, 1976:138; MARION, 2002:84; MATARAZZO, 2007:171). Os estoques poderiam estar superavaliados ou obsoletos e a avaliação

pelo custo histórico resulta sempre em um número diferente do que é o valor de mercado (MARION, 2002:84).

Embora a característica do índice possa levar à interpretação de que este representaria qual é a capacidade de a empresa quitar dívidas no curto prazo, Matarazzo (2007:171) explica que este índice não deve ser entendido desta forma por três motivos: não é possível vender todo o estoque de uma vez; também não é possível receber todas as duplicatas imediatamente; há despesas que a empresa têm proporcionais ao tempo, que aumentam o passivo circulante, como por exemplo salários e aluguéis. Há também de se levar em consideração que ativos realizados antes de seu prazo normal podem ter outros valores, normalmente inferiores, e também poderão existir valores que não se realizarão, comprometendo a interpretação de liquidez imediata.

O índice em questão é melhor entendido se interpretado da seguinte forma, por exemplo: para cada R\$ 1,50 de recursos no Ativo Circulante, há dívidas junto a terceiros na proporção de R\$ 1,00. Quanto às disponibilidades, cabe à administração cuidar para que as entradas de caixa sejam equivalentes às saídas (MATARAZZO, 2007:172).

1.3.1.7 Liquidez seca

O índice de liquidez seca é obtido ao se desconsiderar os estoques no cálculo da liquidez, o que, em conjunto com uma avaliação do índice de liquidez corrente, permitirá ter uma boa noção à respeito da situação financeira da empresa. Segundo Marion (2002:88), “Nem sempre um índice de Liquidez Seca baixo é sintoma de situação financeira apertada.” A fórmula para este índice é:

$$LS = (AC - \text{Estoques}) / PC$$

O quadro a seguir apresenta uma sugestão de avaliação do índice de Liquidez Seca (LS) em conjunto com o de LC:

Quadro 6 - Avaliação do Índice de Liquidez

Liquidez		Liquidez Corrente	
	Nível	ALTA	BAIXA
Liquidez Seca	ALTA	Situação financeira boa.	Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa Liquidez Seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável.
	BAIXA	Situação financeira em princípio satisfatória. A baixa Liquidez Seca não indica necessariamente comprometimento da situação financeira. Em certos casos pode ser sintoma de excessivos estoques "encalhados".	Situação financeira insatisfatória.

Fonte: Matarazzo, 2007:173.

Este é um índice complementar, que não deve ser analisado isoladamente, porém é bastante conservador, já que desconsidera um ativo de risco relevante como os estoques.

1.3.1.8 Giro do ativo

Este, assim como os índices a seguir, tem por finalidade analisar a rentabilidade dos investimentos realizados na empresa. O índice do Giro do Ativo (GA) tem por finalidade identificar a proporção das vendas em relação aos investimentos realizados. Segundo Matarazzo (2007:176), "O sucesso de uma empresa depende em primeiro lugar de um volume de vendas adequado." Quanto maior o índice, melhor. Sua fórmula é:

$$GA = \text{Vendas Líquidas} / \text{Ativo Total}$$

Segundo Iudícibus (1995:110),

Quanto maior o "giro" do ativo pelas vendas, maiores as chances de cobrir as despesas com uma boa margem de lucro. [...] é por isso que se realiza um grande esforço para diminuir o investimento em recebíveis, estoques e outros ativos, no sentido de tornar o giro do ativo tão grande quanto possível. Não que se vá, preconcebidamente, deixar de expandir a planta ou adquirir insumos básicos, mas procura-se "agilizar" os investimentos a

um mínimo indispensável, deixando os estoques, principalmente, e os recebíveis num mínimo possível.

Este indicador demonstrará quantas vezes o ativo foi renovado em um determinado período, sendo influente na liquidez e na rentabilidade (IUDÍCIBUS, 1995:107).

1.3.1.9 Margem líquida

A Margem Líquida (ML) tem por finalidade indicar qual a proporção de lucro em razão das vendas efetuadas. Quanto maior o índice, melhor. Sua fórmula é:

$$ML = (LL / \text{Vendas Líquidas}) \times 100$$

Os indicadores de lucro sobre vendas também podem ser conhecidos como indicadores de lucratividade, pois demonstrarão quanto a empresa ganha de fato para cada real vendido.

1.3.1.10 Rentabilidade do ativo

Para Matarazzo (2007:179), esta “É uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa” sendo considerada também uma Taxa de Retorno sobre Investimentos do ponto de vista da entidade. Quanto maior o índice, melhor. Sua fórmula é:

$$\text{Rentabilidade do Ativo} = LL / \text{Ativo Total}$$

Também conhecido como *Return On Investment* (ROI), este índice demonstrará quanto a empresa obteve de lucro em relação aos investimentos efetuados. Para Iudícibus (1995:143), este “É, provavelmente, o mais importante quociente individual de toda a análise de balanços.”

1.3.1.11 Retorno sobre o patrimônio líquido

Este índice medirá a rentabilidade da empresa em função do Capital Próprio investido. Quanto maior o índice, melhor. Sua fórmula é:

$$RSP = (LL / PL \text{ Médio}^{15}) \times 100$$

Segundo Matarazzo (2007:181),

O papel do índice de rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do Capital Próprio. Esta taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, com Caderneta de Poupança, CDB's, Letras de Câmbio, Ações, Aluguéis, Fundos de Investimentos, etc. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

Conforme explica Iudícibus (1995:118), “No longo prazo, o valor de mercado da ação é influenciado substancialmente pelo quociente de retorno sobre o patrimônio líquido.”

1.3.1.12 Coeficiente de Kanitz

O Coeficiente de Kanitz é um modelo muito utilizado de previsão de falências. Este modelo funciona através da atribuição de notas para alguns índices, sendo interpretado da seguinte maneira: se o resultado (que é o Fator de Insolvência denominado FI) for inferior a -3, a empresa está insolvente. Entre -3 e 0 há uma situação indefinida. Acima de 0, a empresa está na faixa de solvência.

A fórmula desse modelo é:

$$FI = 0,05x1 + 1,65x2 + 3,55x3 - 1,06x4 - 0,33x5$$

Sendo que:

$$X1 = LL / PL$$

$$X2 = LG$$

$$X3 = LS$$

¹⁵ PL Médio = (PL Inicial + PL Final) / 2

$$X4 = LC$$

$$X5 = \text{Exigível Total} / PL$$

Segundo Marion (2002:193), algumas considerações devem ser feitas a respeito da utilização do coeficiente de Kanitz:

- a) Não deve ser aplicado à bancos, construtoras etc;
- b) As demonstrações financeiras devem refletir a realidade da empresa;
- c) Não se deve tomar decisões baseadas apenas neste coeficiente; deve ser utilizado em conjunto com os outros índices para análise;
- d) Utilizar o modelo em conjunto com a análise horizontal, visando observar tendências.

1.3.1.13 Prazo médio de recebimento de vendas

Segundo Matarazzo (207:311), este indicador demonstrará quantos dias, em média, a empresa deverá esperar para receber suas duplicatas, sendo que, apesar deste índice afetar os resultados da empresa, o estabelecimento de prazos junto aos clientes é uma questão de mercado e não uma decisão exclusiva da administração. A fórmula para este índice é:

$$PMRV = 360 \times (\text{Clientes Médios} / \text{Vendas Brutas})$$

1.3.1.14 Prazo médio de pagamento de compras

Indica quanto tempo a empresa levará para quitar suas dívidas junto aos fornecedores. É calculado pela fórmula:

$$PMPC = 360 \times (\text{Fornecedores Médios} / \text{Compras})$$

Nos casos onde os valores de compras não são explícitos, este pode ser obtido através da fórmula do Custo das Mercadorias Vendidas (ou Custo dos Produtos Vendidos, nas indústrias), que é:

$$\text{CMV} = \text{Estoque Inicial} + \text{Compras} - \text{Estoque Final}$$

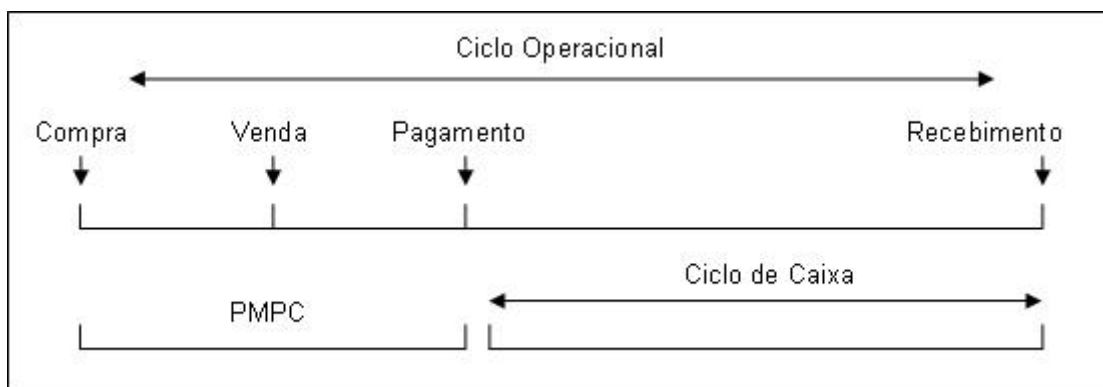
1.3.1.15 Prazo médio de renovação de estoques e o ciclo operacional

Segundo Matarazzo (2007:318), “O Prazo Médio de Renovação de Estoques – PMRE – representa, na empresa comercial, o tempo médio de estocagem de mercadorias; na empresa industrial, o tempo de produção e estocagem.” A fórmula para o cálculo deste índice é:

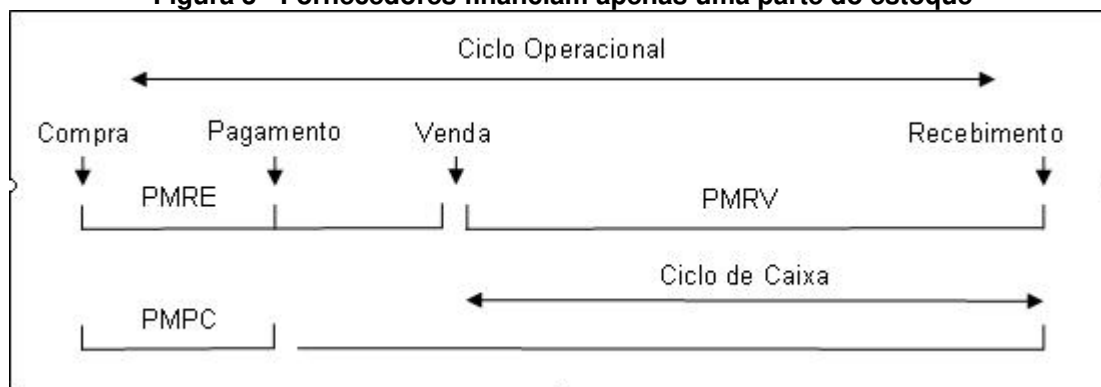
$$\text{PMRE} = 360 \times (\text{Estoques Médios} / \text{CPV})$$

O Ciclo Operacional é calculado com base nos indicadores de prazos médios expostos até agora e demonstrará o prazo de investimento em paralelo aos financiamentos concedidos pelos fornecedores. É obtido pela soma do PMRV com o PMRE. Se o PMPC for superior ao PMRE, parte das vendas da empresa estão sendo financiadas pelos fornecedores (MATARAZZO, 2007:319). O tempo decorrido entre o pagamento das compras e do recebimento das vendas é espaço onde a empresa necessita de financiamento, também considerado como ciclo de caixa. As figuras a seguir demonstram os dois tipos de ciclos operacionais, com e sem financiamento das vendas pelos fornecedores:

Figura 2 - Fornecedores financiam os estoques e uma parte das vendas



Fonte: Matarazzo, 2007:319.

Figura 3 - Fornecedores financiam apenas uma parte do estoque

Fonte: Matarazzo, 2007:320.

Um ciclo financeiro grande é prejudicial pois levará a empresa a necessitar de mais financiamento, ocasionando em um maior custo.

1.3.2 A análise horizontal e análise vertical

De acordo com Iudícibus (1995:92), “A finalidade principal da análise horizontal é apontar o crescimento [ou redução] de itens dos Balanços e das Demonstrações de Resultados (bem como de outros demonstrativos) através dos períodos, a fim de caracterizar tendências.”

A Análise Horizontal é sempre aplicada em demonstrações consecutivas, trazendo como resultado índices de variação. Já a Análise Vertical tem a função de avaliar a estrutura de composição das contas do balanço e seu comportamento no tempo (IUDÍCIBUS, 1995:95).

Conforme explica Assaf Neto (2002:101), os cálculos efetuados na análise horizontal podem ser realizados basicamente da seguinte maneira:

$$\text{Número Índice} = (V_d / V_b) \times 100$$

Onde Vd é o período objeto de análise em comparação à uma data-base (Vb). Sendo assim, uma análise horizontal poderia ser realizada da seguinte maneira, por exemplo, considerando que o primeiro ano (2000) seria considerado ano base (Vb):

Tabela 2 - Análise horizontal

	Vb		Vd1		Vd2		Vd3		Vd4	
	2000	AH	2001	AH	2002	AH	2003	AH	2004	AH
Receita de Vendas	50.000	100%	65.000	130%	60.000	120%	62.000	124%	70.000	140%
CPV	20.000	100%	30.000	150%	29.000	145%	30.000	150%	33.000	165%

Com base no quadro, verifica-se que as vendas em 2001 aumentaram 30% enquanto o CPV aumentou 50%. No ano seguinte, apesar de as vendas e o custo terem reduzido, mantiveram, em relação ao ano base, um aumento de 20% de vendas contra um aumento de 45% nos custos. Os valores podem ser analisados até o último ano da série, quando pode-se concluir que os custos estão tendo um crescimento de 25% a mais em relação às vendas, sendo assim, a tendência possível verificada é a diminuição do resultado do exercício. Deve-se notar também que a variação é o que excede o índice inicial de 100%, para mais ou para menos.

A Análise Horizontal pode ser realizada também em relação ao ano anterior, tendo o nome de Análise Horizontal Anual (MATARAZZO, 2007:247). Deve-se ter maior cautela na interpretação das informações oriundas desta análise, como demonstra a tabela a seguir, no exemplo:

Tabela 3 - Análise horizontal anual

	2001	AH	2002	AH	2003	AH	2004	AH
CMV	1.000.000	100%	600.000	60%	840.000	140%	1.000.000	119%

Através desta análise é possível notar que de 2001 para 2002 houve uma redução no CMV de 40%, tendo, no ano seguinte, ocorrido um aumento de 40%. Em porcentagem, a variação foi compensada no período, porém, deve-se atentar que os valores não se compensaram realmente, pois a redução inicial de 40% foi realizada com uma base maior (R\$ 1.000.000,00) do que a base do aumento (R\$ 600.000,00).

A Análise Vertical, por sua vez, tem o objetivo de demonstrar, principalmente, as concentrações dos valores de cada conta em relação a um valor base, que pode

ser o total do Ativo ou a Receita Bruta de Vendas. A tabela a seguir demonstra um exemplo básico de Análise Vertical:

Tabela 4 - Análise vertical

		AV
Ativo	1.000.000	100%
Circulante	500.000	50%
Disponível	200.000	20%
Duplicatas	200.000	20%
Estoques	100.000	10%

Este exemplo de Análise Vertical permite verificar que, do total do Ativo, 50% são itens circulantes, com 20% de disponível, 20% de duplicatas a receber e 10% de estoques.

É importante a realização da Análise Horizontal em conjunto com a Análise Vertical, pois embora uma conta possa ter uma variação horizontal significativa, seu percentual em relação ao total do ativo pode ser irrelevante para as conclusões da análise; ambas as análises devem estar integradas, passando a ser uma só técnica, denominada Análise Vertical / Horizontal (MATARAZZO, 2007:248).

Em resumo, Matarazzo (2007:249) define os objetivos das análises horizontal e vertical:

Análise Vertical: mostrar a importância de cada conta em relação à Demonstração Financeira a que pertence e, através da comparação com padrões do ramo ou com percentuais da própria empresa em anos anteriores, permitir inferir se há itens fora dos padrões normais.

Análise Horizontal: mostrar a evolução de cada conta das demonstrações financeiras e, pela comparação entre si, permitir tirar conclusões sobre a evolução da empresa.

1.3.3 Índices padrão: conceituação e critérios de elaboração

A utilização de índices padrão no trabalho de análise das demonstrações financeiras é essencial. Neste capítulo será apresentado um modelo de elaboração destes índices com o intuito de, posteriormente, sugerir padrões do setor industrial

de papel e celulose para aplicação no estudo de caso proposto. Franco (1976:206) dizia a respeito dos indicadores-padrão:

[...] o coeficiente-padrão é bastante útil, pois através dele podemos ter orientação econômico-administrativa, sem necessidade de sujeitar nossas atividades a experiências, desde que nos é dado conhecer os coeficientes mais indicados para empresas que operam em condições similares.

A elaboração destes coeficientes é complexa pois, dado um determinado ramo que se deseja estudar, deve se levantar tantas demonstrações quantas forem possíveis, quanto mais, melhor. No ramo de papel e celulose, as empresas de capital aberto (e portanto obrigadas a publicar suas demonstrações) são as maiores, porém, poucas, o que dificulta razoavelmente o levantamento das informações. De posse das demonstrações, todos os índices que serão utilizados na análise deverão ser calculados para cada uma das empresas e ordenados no modelo que será exposto a seguir.

Para Marion (2002:267), os índices devem ser calculados e relacionados em uma tabela, que deve ser classificada em ordem crescente de grandeza. Em seguida, deve-se obter os quartis e a mediana da série levantada. Segundo Fonseca e Martins (1980:41), “Seja x uma variável contínua, mediana (Md) é o valor de x tal que $F(Md) = 0,50$, isto é, é o valor que divide ao meio a área total”. Ainda de acordo com Fonseca e Martins (1980:109), “Os quartis dividem um conjunto de dados em quatro partes iguais.”, onde cada quartil abrangerá 25% dos elementos.

A tabela dos índices deverá ser apresentada, inicialmente, como no exemplo a seguir:

Tabela 5 - Divisão dos indicadores em quartis

1°	2°	3°	4°	5°	6°	
0,60	0,61	0,68	0,70	0,76	0,80	25% dos índices
0,84	0,91	0,94	0,95	0,99	1,00	25% dos índices
1,20	1,25	1,28	1,36	1,46	1,48	25% dos índices
1,52	1,58	1,61	1,92	2,10	2,31	25% dos índices

Fonte: Marion, 2002:267.

Para determinar a divisão do primeiro quartil, deverá ser calculada uma média entre o último elemento do primeiro conjunto de 25% de índices da série e o primeiro elemento dos 25% seguintes. Ou seja:

6° elemento = 0,80

7° elemento = 0,84

Limite do 1° quartil = $(0,80 + 0,84) / 2 = 0,82$

Os limites dos quartis restantes deverão ser calculados da mesma maneira.

Sendo assim:

12° elemento = 1,00

13° elemento = 1,20

Limite do 2° quartil = $(1,00 + 1,20) / 2 = 1,10$

18° elemento = 1,48

19° elemento = 1,52

Limite do 3° quartil = $(1,48 + 1,52) / 2 = 1,50$

De posse dos limites, a divisão da série ficaria da seguinte maneira:

Tabela 6 - Classificação de acordo com divisão em quartis

1° quartil	2° quartil	3° quartil	4° quartil
	0,82	1,10	1,50

A classificação, de acordo com Marion (2002:269), seria realizada da seguinte maneira:

- Para os índices cuja interpretação se dá da maneira “quanto maior, melhor”, no 1° quartil estão os índices deficientes; no 2° quartil, os razoáveis; no 3° quartil, os satisfatórios e no 4° quartil, os bons.
- Para os índices cuja interpretação se dá da maneira “quanto menor, melhor”, no 1° quartil estão os índices bons; no 2° quartil, os satisfatórios; no 3° quartil, os razoáveis e no 4° quartil, os deficientes.

Matarazzo (2007:192) recomenda a utilização de decis em vez de quartis, pois dessa maneira a distribuição dos elementos levantados seria realizada mais adequadamente. O cálculo de decis segue a mesma linha de raciocínio que os quartis, porém, a divisão dos elementos é feita de 10 em 10% (FONSECA e

MARTINS, 1980:111). A classificação, de acordo com Matarazzo (2007:199), seria realizada da seguinte maneira:

Quadro 7 - Classificação de acordo com divisão em decis

Índices Padrão	1° Decil	2° Decil	3° Decil	4° Decil	5° Decil
Categorias de Avaliação	Péssimo	Deficiente	Fraco	Razoável	Satisfatório (Mediana)
Índices Padrão	6° Decil	7° Decil	8° Decil	9° Decil	10° Decil
Categorias de Avaliação	Satisfatório	Bom	Bom	Ótimo	Ótimo

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2007:199).

Na pesquisa em questão será utilizado o modelo proposto por Marion, mais indicado para trabalhar com uma amostra menor de empresas, que é o caso.

Franco (1976:205) ainda observa que os índices padrão são referenciais de avaliação e não medidas absolutas, já que “A determinação de coeficientes absolutos dependeria do estudo profundo e acurado da situação de muitas empresas.” Finalmente, a revista Melhores e Maiores, citada por Marion (2002:276) recomenda, para o trabalho de análise:

Compare o desempenho dela [da empresa] com o das concorrentes. Identifique as que melhoraram ou pioraram de posição de um ano para o outro. E não se esqueça de ler o relato sobre a empresa que conseguiu o melhor desempenho do setor: nessas histórias, revelam-se alguns importantes segredos do sucesso. Não se restrinja à leitura da entrevista da melhor do seu setor: os relatos das melhores de outros ramos também são cheios de dicas e revelações de estratégias interessantes.

Estude os setores a que pertencem seus principais clientes e fornecedores. É uma maneira de colher subsídios valiosos para o planejamento da empresa e analisar a cadeia de valor de um produto. Se seu cliente ou seu fornecedor está ficando com a parte preponderante do lucro total do produto, está na hora de rever sua estratégia.

No terceiro capítulo desta pesquisa, atendendo a um dos objetivos propostos, o desempenho de cada empresa a ser estudada será avaliado em três momentos:

- Em comparação aos índices padrão, visando obter um posicionamento global;
- Em comparação com cada uma das outras concorrentes;
- Em comparação com exercícios anteriores a fim de se avaliar tendências.

1.3.4 Análise do capital de giro e o modelo Fleuriet

O Capital de Giro (CDG) é, a princípio, idêntico ao Capital Circulante Líquido, sendo obtido, porém, de maneira diferente: através da diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente (FLEURIET *et al*, 2003:11). O Capital de Giro é, normalmente, positivo, porém, pode apresentar-se negativo. Esta situação ocorre quando a empresa passa a financiar seu ativo permanente com recursos de curto prazo. Esta condição aumenta o risco de insolvência. Porém, o risco será realmente alto se a necessidade de capital de giro for, neste caso, positiva (FLEURIET *et al*, 2003:13).

Sendo influenciado diretamente pelos itens não circulantes do balanço, o Capital de Giro sofrerá reduções sempre que a empresa investir no ativo permanente. Entretanto, cabe observar que, se a empresa utilizar sempre de recursos de longo prazo, sejam eles financiamentos ou integralização de capital, esta redução do Capital de Giro não ocorrerá.

Fleuriet *et al* (2003:7) explicam que esta necessidade de capital de giro (NCG) é caracterizada pela necessidade de aplicação constante de fundos que surge de “falhas” no ciclo financeiro. Essas “falhas” ocorrem quando as saídas de caixa ocorrem antes das entradas. A necessidade de capital de giro é calculada pela diferença entre o ativo cíclico e o passivo cíclico. Resumindo as duas fórmulas apresentadas:

$$\text{CDG} = \text{Passivo Permanente} - \text{Ativo Permanente}$$

$$\text{NCG} = \text{Ativo Cíclico} - \text{Passivo Cíclico}$$

Segundo Fleuriet *et al* (2003:10), “As contas cíclicas do ativo e passivo que constituem a Necessidade de Capital de Giro são contas ligadas às operações da empresa.” São elas, por exemplo: Clientes, Estoques, Fornecedores, Salários a Pagar, Despesas Antecipadas, Impostos e Contribuições a Pagar, Contas a Pagar ligadas à produção, Credores por financiamento etc.

Como a proposta da pesquisa não é aprofundar na análise avançada do capital de giro nem estudar a fundo modelos complexos de análise financeira, a seguir será apresentado um resumo adaptado por Braga *et al* (2004:56) do modelo

Fleuriet. Segundo Braga *et al* (2004:51), este é um modelo “[...] bastante conhecido nos meios acadêmicos devido aos seus sólidos fundamentos teóricos e à objetividade das suas respostas.” É um modelo que permite a avaliação da situação financeira das empresas sem a necessidade de julgamentos ou interpretações para se atingir um objetivo.

Sendo este um modelo sucinto e eficaz, optou-se por realizar sua aplicação em conjunto com as outras técnicas de análise, enriquecendo o trabalho e auxiliando a balisar os resultados. Braga *et al* (2004:56) propõem, adaptando Fleuriet, o seguinte modelo de análise:

Excelente: $CCL > 0$, $NCG < 0$, sendo $CCL > NCG$; $T > 0$

Sólida: $CCL > 0$, $NCG > 0$, sendo $CCL > NCG$; $T > 0$

Arriscada: $CCL < 0$, $NCG < 0$, sendo $CCL > NCG$; $T > 0$

Insatisfatória: $CCL > 0$, $NCG > 0$, sendo $CCL < NCG$; $T < 0$

Ruim: $CCL < 0$, $NCG < 0$, sendo $CCL < NCG$; $T < 0$

Péssima: $CCL < 0$, $NCG > 0$, sendo $CCL < NCG$; $T < 0$

Onde T representa o saldo de tesouraria, que é obtido pela diferença entre o ativo circulante financeiro e o passivo circulante oneroso.

De acordo com Braga *et al* (2004:57), a interpretação para essas classificações se deve pelos motivos a seguir:

- a) No nível Excelente, a empresa possui folga financeira ($AC > PC$) e gera recursos de sobra nas atividades operacionais (representado pelo NCG negativo);
- b) No nível Sólida, a empresa possui necessidades permanentes de recursos representada pelo NCG positivo, porém, possui CCL suficiente para atender esta demanda;
- c) No nível Arriscada, o índice de NCG negativo basta para suprir as necessidades de capital circulante líquido. Neste caso a empresa financia necessidades de capital de giro e parte de seu ativo permanente com recursos de curto prazo. O maior risco neste nível é a redução nas vendas, que impactaria negativamente no NCG;

- d) No nível Insatisfatória, apesar de a empresa possuir CCL positivo, não é capaz de suprir a necessidade de capital de giro, o que torna a empresa muito dependente de empréstimos de curto prazo para financiar as operações. Neste caso, o risco de inadimplência é alto;
- e) Nos nível Ruim, o CCL é negativo, indicando o financiamento de bens de longo prazo com recursos de curto prazo e, embora a necessidade de capital de giro seja negativa, o saldo em tesouraria não deixará de ser também negativo;
- f) Finalmente, no nível Péssima, tudo é desfavorável para a empresa: o CCL é negativo e a necessidade de capital de giro é positiva. Neste caso, a empresa está muito próxima de uma falência.

1.3.5 Análise da tendência patrimonial

Até aqui foram expostos conceitos, métodos e modelos empregados na análise financeira de empresas, que permitem levantar uma sequência histórica de informações, que pode ser utilizada para avaliar o passado e o presente de uma organização. Neste capítulo será abordado um modelo proposto por alguns estudiosos para a análise da tendência patrimonial.

Com base neste modelo, consolida-se a utilidade fundamental da Ciência Contábil na avaliação do patrimônio empresarial, na manutenção da continuidade da entidade, na proteção do capital dos acionistas e na credibilidade das informações prestadas à toda sociedade. Conforme explica Herckert e Silva (2006:83),

A ciência contábil, devido ao seu alto nível epistemológico¹⁶ pode, por meio do método e tecnologia, anunciar os comportamentos futuros da riqueza, de maneira a prever riscos e permitir a continuidade do patrimônio que satisfaz às necessidades materiais do homem e contribui, consideravelmente, para o progresso da sociedade.

A Contabilidade, por sua autonomia e qualidade permite, desta forma, realizar uma gestão que produza objetivos futuros, fazendo face às necessidades constantes

¹⁶ Epistemologia é um ramo da filosofia que trata sobre os problemas filosóficos relacionados à teoria do conhecimento.

oriundas do cenário econômico. Aliás, a necessidade de se antecipar ao futuro é muito antiga, onde o homem tinha o objetivo de garantir a sua riqueza para a própria sobrevivência (HERCKERT e SILVA, 2006:85). De acordo com Lopes de Sá, *apud* Herckert e Silva,

A rapidez com que se realizam hoje os investimentos e aquela com a qual os capitais se deslocam já não mais permitem a omissão quanto a previsões que tenham um maior grau de aproximação com aquela da realização dos fatos futuros. Conhecer sobre a possibilidade de uma empresa continuar a existir e em que condição esta existirá é uma exigência que se impõe aos profissionais.

A utilização de métodos empíricos para tal fim é pois um dos maiores desafios da ciência contábil na atualidade. De acordo com Herckert e Silva (2006:87),

[...] a análise da tendência patrimonial em contabilidade se estriba na pesquisa, no estudo [...] com base no comportamento emitido por um objeto [...] no conjunto de relações dos componentes da riqueza de forma a pressupor o futuro cientificamente e com recursos aceitáveis pela lógica, assim como também pela extralógica.

A análise da tendência patrimonial é baseada em hipóteses; hipóteses estão presentes não só em contabilidade, mas em todas as ciências. Sendo assim, há, de certa forma, um risco neste tipo de análise (HERCKERT e SILVA, 2006:88). Segundo Lopes de Sá (1981), “É óbvio que existe o ‘imprevisto’; é natural que ocorram os ‘riscos’, mas pode-se, pelo menos, afirmar com certa margem de segurança qual é a ‘tendência’ que está sendo evidenciada [...]”.

Sendo a hipótese baseada em métodos confiáveis e racionais, será sempre científica, como explica Herckert e Silva (2006:88), “[...] mesmo quando seu resultado for de suposição com relativa certeza de realização.”, pois o que será realizado é um estudo que procurará evidenciar, no futuro, o comportamento patrimonial de uma entidade baseado no passado. Todos os indicadores abordados nesta pesquisa poderão ter seus comportamentos avaliados por este método, a fim de se observar suas tendências.

O método que será utilizado nesta pesquisa foi desenvolvido por Lopes de Sá (1981). É baseado na observação matemática de variações percentuais encontradas nas relações entre itens (que são os quocientes) em um período determinado. O autor propõe duas fórmulas para análise: uma baseada na variação percentual e a outra baseada na diferença de variáveis.

O método baseado na variação percentual poderá ser utilizado tanto nos casos onde ocorrem evoluções crescentes ou decrescentes, porém constantes, dos

valores a serem estudados, quanto nos casos onde as evoluções são alternadas. Supondo evoluções constantes, devem ser realizados os seguintes passos:

- a) Relacionam-se os valores em uma tabela, em ordem crescente de tempo, e calcula-se as variações percentuais;
- b) Calcula-se a média da soma da variação dos anos pelo período observado;
- c) Multiplica-se o resultado pelo último quociente, e
- d) Soma-se o resultado anterior ao último quociente.

Por exemplo, supondo uma série de indicadores de Liquidez Seca, partindo de 0,54 em 2001 e, nos anos subsequentes, 0,57, 0,62, 0,70, 0,71 e 0,80. Os valores devem ser dispostos em uma tabela, de acordo com uma ordem crescente de tempo e as suas variações percentuais devem ser calculadas e dispostas conforme segue no exemplo a seguir:

Tabela 7 - Avaliando a tendência patrimonial

	2001	2002	Var %	2003	Var %	2004	Var %	2005	Var %	2006	Var %
Liquidez Seca	0,54	0,57	5,56%	0,62	8,77%	0,70	12,90%	0,71	1,43%	0,80	12,68%

Calculando então a média dos valores teríamos:

$$(5,56 + 8,77 + 12,90 + 1,43 + 12,68) / 5 = 8,27\%$$

Multiplicando e somando o resultado ao último quociente:

$$0,80 \times 0,0827 = 0,07; 0,07 + 0,80 = 0,87$$

A tendência do indicador de Liquidez Seca para o próximo exercício será um aumento para 0,87, ou seja, para cada R\$ 1,00 de dívida, a empresa terá 0,87 em recursos, desconsiderando-se os estoques. Se ocorresse alguma oscilação na evolução do quociente, resultando em variações percentuais negativas, os cálculos seriam realizados da mesma maneira, atingindo o mesmo objetivo. Conforme Herckert e Silva (2006:90), “Tal método poderá ser utilizado com valores, coeficientes, quocientes e resultantes [...]”.

No método baseado por diferença de valores, as etapas a serem realizadas são as seguintes:

- a) Calcula-se a diferença entre o primeiro e o último valor a ser observado;
- b) Considera-se este resultado como 100% e divide-se o resultado pelo primeiro item;
- c) O resultado deve ser dividido pelo período de anos estudados, e
- d) O resultado anterior deve ser multiplicado e somado ao último item da tabela.

Tomando como base os valores relacionados na tabela anterior, pode-se aplicar este método no seguinte exemplo:

Calculando-se a diferença entre o primeiro e último índice: $0,80 - 0,54 = 0,26$.

Considerando-se o último resultado como 100% e dividindo pelo primeiro item: $(0,26 \times 100) / 0,54 = 48,15\%$.

Calculando a média pelo período de anos estudados: $48,15 / 5 = 9,63\%$.

Multiplicando o resultado anterior pelo último índice: $0,80 \times 0,0963 = 0,077$.

Somando o resultado anterior pelo último índice: $0,80 + 0,077 = 0,877$.

Como é possível observar, as duas fórmulas alcançaram o mesmo resultado e podem, ambas, serem utilizadas como método de projeção da tendência patrimonial. Obviamente falhas podem ocorrer na tentativa de se antecipar ao futuro. Porém, conforme explicam Herckert e Silva (2006:91), “[...] os métodos utilizados pela ciência são de alto valor, todos lastreados em bases nitidamente confiáveis e sujeitos a segura verificação [...] É de hipóteses que estamos tratando, mas hipóteses que podem proteger o patrimônio dos riscos [...]”.

Nesta pesquisa serão utilizadas ambas as fórmulas na projeção dos indicadores das empresas, visando, além de detectar prováveis diferenças entre os métodos, conferir mais sustentação na apresentação dos dados. Na análise da tendência patrimonial o foco principal ocorre sobre a liquidez e a rentabilidade, onde giram os principais fatores de risco contra a continuidade da empresa (HERCKERT e SILVA, 2006:92). Este foco será preservado, porém, o trabalho será subsidiado, também, pelo cálculo da projeção de outros índices.

2 APRESENTAÇÃO DO SETOR DE PAPEL E CELULOSE E DAS ENTIDADES ESTUDADAS

“Nada se faz sem papel”¹⁷

2.1 O SETOR DE PAPEL E CELULOSE NO BRASIL

A produção de papel no Brasil teve início no final do século XIX. Duas grandes empresas desta época eram a Cia. Melhoramentos, fundada em São Paulo, em 1883 e a Fábrica de Papel Paulista, em 1889, em Itu. Esta última, inclusive, foi arrendada em 1902 pela família Klabin.

Os produtos, tanto papel quanto celulose, são caracterizados como *commodities*, ou seja, são produtos homogêneos cujos preços são determinados em bolsas internacionais de mercadorias (SOUZA e OLIVEIRA, 2007:84). De acordo com os dados socioeconômicos do setor do ano de 2005 apresentados pela Associação Brasileira de Celulose e Papel – Bracelpa, o setor de papel e celulose no Brasil é formado por 220 empresas¹⁸ e gera cerca de 108 mil empregos diretos, U\$ 3,4 bilhões em exportações e é responsável por um plantio de 1,7 milhão de hectares de florestas e pela preservação de 2,6 milhões de hectares de florestas nativas. Segundo Souza e Oliveira (2007:65), esta é uma indústria caracterizada como um oligopólio¹⁹ homogêneo, de produtos de pouca diversificação, especialmente no caso da celulose, e que depende de grandes escalas de produção para a redução de custos.

Ainda de acordo com os dados socioeconômicos da Bracelpa mencionados anteriormente, no Brasil, a indústria de papel e celulose produz 10,1 milhões de toneladas de celulose e 8,6 milhões de toneladas de papel. Ocupa o 1º lugar no

¹⁷ Tavares citando Leon Feffer, fundador do Grupo Suzano Feffer (2005).

¹⁸ Dentre estas empresas, as que possuem capital aberto, cujas demonstrações financeiras são publicadas na BOVESPA, são as quatro líderes: Klabin, Aracruz, Suzano e VCP.

¹⁹ Conforme Hunt e Sherman (1977), o oligopólio ocorre quando as empresas “(...) têm controle suficiente sobre o mercado, através do controle da oferta, para estabelecer seus preços a níveis diferentes dos que resultariam da livre concorrência de mercado.”

ranking mundial de produção de celulose de fibra curta de mercado, 7º lugar de produção de celulose de outros tipos e o 11º lugar na produção de papel. Está presente em 16 estados, onde as maiores produções encontram-se, nesta ordem, em São Paulo, Espírito Santo e Bahia. No mercado de pastas celulósicas, as quatro maiores indústrias detêm cerca de 63% da produção nacional; as oito maiores somam cerca de 87%. A maior parte das indústrias, 139 delas, está centrada apenas na produção de papel, e são, em sua maioria, consideravelmente menores se comparadas às oito líderes do setor. Conforme dados da Bracelpa, o setor está composto conforme disposto no quadro abaixo:

Tabela 8 - Empresas do setor de papel e celulose

Produção	Quantidade de Empresas
Pastas Celulósicas, Celulose e Papel	03
Pastsa Celulósicas e Papel	27
Celulose e Papel	23
Pastas Celulósicas	23
Celulose	05
Papel	139

2.1.1 Produção

A fabricação de celulose consiste, basicamente, no processo de transformação da madeira do eucalipto ou do pinus em material fibroso, chamado de pasta, polpa ou celulose industrial. Os produtos finais da indústria de papel e celulose são basicamente, papéis para uso gráfico, para embalagem, para fins sanitários e especialidades. Conforme Souza e Oliveira (2007:65), a cadeia de produção é composta das seguintes etapas: produção de madeira, energia, celulose e papel; conversão em artefatos de papel e papelão; reciclagem de papel, produção gráfica e editorial e atividades de transporte, distribuição e comércio. Trata-se também de uma indústria com alto potencial de poluição, devido aos processos de exploração dos recursos florestais e de produção.

Segundo o Ministério do Desenvolvimento, o Brasil tem destaque na produção de celulose do tipo fibra curta, que é derivada do eucalipto, devido aos mais baixos custos entre todos os concorrentes mundiais, já que a indústria brasileira encontra condições favoráveis em relação aos recursos naturais, tanto em qualidade quanto em quantidade e no desenvolvimento de novas tecnologias compatíveis com o desenvolvimento sustentável. Segundo Souza e Oliveira (2007:67), a indústria nacional utiliza-se apenas de madeira de florestas plantadas, contribuindo para a proteção ao meio ambiente. O eucalipto, além de ter uma adaptabilidade perfeita ao solo brasileiro, tem um ciclo de corte entre seis a sete anos, enquanto o pinus requer, em média, vinte e cinco (TAVARES, 2005:110).

Para suportar os custos de produção elevados e a realização dos altos investimentos necessários em tecnologia e ativo fixo, o setor é muito dependente de financiamentos. No setor, inclusive, é comum a existência de *joint-ventures*, que são associações realizadas entre as empresas com o objetivo de executar algum projeto específico. Um exemplo de *join-venture* no Brasil é a Veracel Celulose S.A., constituída pela Aracruz Celulose e pela Stora Enso, uma gigante sueco-filandesa do setor. A Veracel Celulose foi um dos maiores investimentos na produção de celulose do mundo, com capacidade de produzir 900 mil toneladas de celulose por ano para exportação e um investimento total de US\$ 1,25 bilhão, contando com uma área total de 147 mil hectares. Os financiamentos necessários para as indústrias deste setor, porém, também possuem altos custos e são escassos. Segundo Souza e Oliveira (2007),

No Brasil, com exceção dos financiamentos do BNDES a taxas de juros compatíveis, não existem benefícios para dar suporte à expansão das áreas reflorestadas, o que obriga a pesadas imobilizações de capital em terras e plantações por parte das empresas [...]²⁰

A solução para a redução dos custos por parte das empresas é encontrada através da fabricação em altas escalas. Esta medida é favorecida pela característica do setor ter seus preços determinados uniformemente, o que também torna o mercado de papel e celulose muito dependente das oscilações da economia internacional (FERRAZ *apud* SOUZA e OLIVEIRA, 2007:84). De acordo com Pelaes Filho (2002:55),

²⁰ O alto grau de imobilizações pode ser constatado no estudo abordado no capítulo 3, chegando, em média, a 150% em relação ao Patrimônio Líquido no ano de 2006. Aliás, este número já foi muito maior quando, em 2002, a média era por volta dos 200%.

A escolha do momento certo e a coordenação dos investimentos são dimensões essenciais na indústria de celulose e papel. A oferta mundial em todos os segmentos do setor tende a crescer em saltos, pois cada planta agrega capacidade produtiva considerável e os investimentos são feitos, geralmente, em períodos de crescimento da demanda, quando preços mais adequados geram acumulação de recursos nas empresas.

O cenário atual indica uma necessidade de o setor explorar as vantagens possuídas no mercado internacional e trabalhar para uma alavancagem nos resultados, pois a alta competitividade brasileira, sustentada principalmente pelo custo reduzido da madeira em relação aos competidores estrangeiros, tende a se reduzir, tornando-se insignificante de médio a longo prazo (PELAES FILHO, 2002:55). Osmar Elias Zogbi²¹ *apud* Tavares (2005:103) em apresentação do balanço do setor em 2002 afirmou que o que deve ser realizado é “Ampliar a produção para duplicar as exportações, a exemplo do que fizemos na década anterior.” Segundo Tavares (2005:103), “[...] nos últimos 30 anos, a produção de celulose cresceu a uma média anual de 7% e a de papel, acima de 6%.” Em 2006, o aumento da demanda mundial de celulose de eucalipto foi de 12% (SUZANO PAPEL E CELULOSE, 2007).

O processo de produção de papel e celulose inicia com o cultivo das árvores para extração da madeira, o que envolve desde as práticas de plantio ao tratamento dos resíduos oriundos do processo e é composto, resumidamente, de sete etapas: cultivo florestal, preparação da madeira, polpação, lavagem da pasta celulósica, recuperação dos reagentes, branqueamento da celulose e destinação dos resíduos (SOUZA e OLIVEIRA, 2007:85). Devido à importância ambiental, a etapa de branqueamento da celulose é alvo de altas observações por parte de diversos órgãos, pois utiliza cloro como reagente no processo, um alto poluidor de águas. As maiores empresas do setor utilizam-se de tecnologia para amenizar este aspecto negativo.

²¹ Presidente da Bracelpa, em 2005.

2.1.2 Aspectos ambientais

De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, a maioria das empresas deste setor possui as qualificações internacionais ISO 9000 e 14000, motivadas principalmente pelas exigências do mercado externo. Conforme Souza e Oliveira (2007:85),

A adequação a esses instrumentos envolve, quase sempre, elevados custos, que incidiram inicialmente sobre as indústrias dos países centrais, levando-as a exigir o atendimento dos mesmos padrões ambientais dos seus competidores, o que passou a se constituir numa barreira não-tarifária ao comércio de produtos “poluentes”.

Dentre estas medidas adotadas para a proteção ao meio ambiente pode se destacar a adoção da reciclagem na produção de papel. De acordo com a Bracelpa, na década de 90 esta técnica teve um aumento de 62%. A primeira empresa no Brasil a adquirir a certificação ISO 14000 foi a Bahia Sul Celulose, antiga denominação da Suzano Papel e Celulose. Souza e Oliveira (2007:86) explicam que, neste cenário, onde a pouca diferenciação dos produtos é constante, o investimento na preservação do meio ambiente passou a ser o diferencial das indústrias. Segundo Grattapaglia *apud* Tavares (2005:111), as empresas também investiram muito em biotecnologia, com a finalidade de obter uma variedade de eucalipto que possa ser melhor adaptada ao clima brasileiro (em todas as regiões territoriais), e que requeira um processo químico consideravelmente menor para ser processada e que possa, também, produzir até 32% mais celulose que a madeira convencional.

Carneiro *apud* Souza e Oliveira (2007:79) relacionam alguns pontos positivos e negativos na instalação destas indústrias, principalmente em regiões de menor desenvolvimento:

Impactos positivos:

- a) Aumento da receita governamental;
- b) Geração de empregos diretos e indiretos na área florestal e industrial;
- c) Estímulo a fornecedores e prestadores de serviços;

- d) Modernização sociocultural das regiões atingidas em função da atração de mão de obra qualificada;
- e) Formação de renda regional;
- f) Melhoria da balança comercial do estado.

Os impactos negativos seriam:

- a) Riscos de poluição;
- b) Aumento da demanda por serviços públicos sem oferta correspondente;
- c) Atração de mão de obra superior à demandada, principalmente sem qualificação;
- d) Tendência à alta nos preços do comércio local, devido ao aumento na camada de renda;
- e) Desarticulação sociocultural;
- f) Especulação imobiliária urbana.

Sendo diretamente ligada ao meio ambiente, a atividade da indústria de papel e celulose causa impactos ambientais desde o momento inicial do processo até à sua etapa final. Na plantação de eucalipto são empregados herbicidas; já o transporte da madeira é realizado por caminhões, que agrava o fator poluição. Na fabricação, além do uso do cloro, são utilizados produtos tóxicos como o ácido sulfúrico, ácido clorídrico, dióxido de enxofre e cloro. Na produção são empregadas altas quantidades de água e energia (de geração própria, através de hidrelétricas) e matérias primas não renováveis como o caulim e a cal virgem. O consumo de água na produção de celulose e papel equivale-se ao consumo de uma cidade de 300 mil habitantes (TAVARES, 2005:94). Segundo Tavares (2005:95), “Outro problema característico do setor é o forte ‘odor’ advindo da estocagem do eucalipto e do próprio processo de produção. O cheiro ‘gruda’ no corpo e na roupa, para usar uma expressão comum entre os trabalhadores.”

Aliás, a questão ambiental envolvendo estas indústrias é muito mais séria do que pode parecer em um primeiro instante. Embora o objetivo desta pesquisa não seja estudar estes impactos, vale o comentário sobre o assunto, já que qualquer tipo de contingência ambiental iria gerar grandes custos e despesas para as empresas,

afetando seus resultados. Um dos assuntos mais discutidos na atualidade em relação ao impacto ambiental causado pela presença da indústria de papel e celulose é justamente a monocultura de eucalipto e pinus mantida pelas empresas. Segundo alguns estudiosos do assunto, esse tipo de monocultura não pode ser considerada floresta pois, em grande escala, como é o caso, provocam desequilíbrios no ecossistema, gerando perdas para a biodiversidade²².

2.1.3 Aspectos contábeis

No que tange aos assuntos contábeis, o conhecimento destas práticas nas empresas do setor e suas prováveis particularidades também é fundamental para o trabalho de análise de suas demonstrações financeiras. Aqui, pela particularidade, foram selecionadas duas práticas, que são as relacionadas ao reconhecimento da receita e do tratamento dado à exaustão das florestas.

Com base no que foi verificado nas notas explicativas das demonstrações contábeis levantadas, como reconhecimento da receita, todas as empresas utilizam como critério básico o princípio contábil da competência. No caso da Aracruz, as receitas oriundas de contratos de longo prazo são reconhecidas no momento da transferência de propriedade ao comprador, com os respectivos riscos e benefícios. Assim também opera a Suzano. A exaustão das florestas é calculada em função dos custos de formação e manutenção e da área cortada a cada mês e é apropriada aos custos de produção de celulose por valor que exclui as parcelas que beneficiarão futuros cortes.

Será possível identificar também nas análises efetuadas o índice de imobilização de capital das empresas atrelado ao nível de investimentos necessários para o aumento da produção para que seja possível atender à demanda crescente discutida anteriormente. Inclusive, outro ponto que será possível analisar é o acompanhamento da evolução do resultado líquido que, naturalmente, deverá acompanhar o processo do aumento na produção.

²² O assunto é tratado com profundidade na tese de doutorado em Ciências Sociais de Francisco Cláudio Tavares.

2.2 KLABIN S.A.

A Klabin S.A é uma empresa de base florestal focada em madeira, papéis e cartões revestidos para embalagens e embalagens de papel. Conta com dezessete unidades no Brasil e uma na Argentina e é o maior produtor brasileiro de papéis e cartões para embalagens. Possui ainda uma capacidade instalada total de papéis e cartões revestidos e papéis reciclados de 1,6 milhão de toneladas por ano e um valor de mercado de US\$ 2,0 bilhões²³. A indústria trabalha com florestas de Pinus e Eucalipto, com 371 mil hectares de terras, dentre estes, 192 mil hectares de florestas plantadas e 135 mil hectares de preservação permanente de mata nativa.

Na tabela abaixo relacionam-se os produtos comercializados pela empresa e as respectivas participações na constituição da Receita Líquida de Vendas para os três primeiros semestres de 2006:

Tabela 9 - Participação da produção da Klabin S.A. na receita líquida de vendas

Linha	Florestal	Papéis para Embalagem		Embalagens de Papel	
Produto	Toras de Madeira	Kraftliner	Cartões Revestidos	Papelão Ondulado	Sacos Industriais
Participação	13%	19%	24%	31%	13%

A Klabin S.A iniciou suas atividades no Brasil em 1890, com a então M. F. Klabin, tipografia e importadora de artigos para escritório, no estado de São Paulo, por Maurício Klabin. Em 1902 a empresa inicia suas atividades na produção de papel, através do arrendamento de uma fábrica de papéis, em Itu. Em 1914, após a constituição da Companhia Fabricadora de Papel (CFP), constroi sua primeira fábrica em Santana, na capital de São Paulo e em 1924 já era uma das três maiores fábricas do setor de papéis no Brasil.

Em 1934 o grupo constrói sua primeira fábrica integrada e em 1946 já contribuía consideravelmente na satisfação da demanda do mercado interno de papel. A empresa chegou a atuar, inclusive, no ramo de fósforos entre os anos 1955 e 1960, quando abandonou este setor.

²³ Dados publicados no relatório do terceiro trimestre de 2006, em novembro do ano em questão.

Em 1960 é instalado o primeiro Conselho de Administração na companhia e, a partir desta data até os anos 70 inicia-se uma série de operações, constituições e associações. Em 1979 adaptou-se aos moldes da Lei das Sociedades Anônimas, estabelecendo o Conselho de Administração formado pelos acionistas da empresa. Inicia outra série de novas atividades durante os anos 80 e 90, tornando-se um grande aglomerado de sociedades. Atualmente, o controle da empresa está em sua maioria nas mãos da família Klabin, com 59% da totalidade das ações ordinárias. A empresa está, inclusive, inserida no Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA.

No panorama ambiental, foi considerada em 2005 a mais respeitada entidade mundial em sustentabilidade²⁴ e tem quase a totalidade de suas florestas certificadas internacionalmente. É a maior recicladora de papel da América do Sul, produzindo 17% do papel reciclado do mercado brasileiro e com capacidade para reciclar 400 mil toneladas de aparas²⁵. A reciclagem impacta diretamente na redução do custo de produção da empresa e de fatores ambientais (redução de lixo) e sócio-econômicos (geração de renda). A empresa também utiliza uma caldeira de biomassa para geração de energia alternativa, que utiliza principalmente os restos de madeira oriundos da produção, o que contribui para a diminuição da emissão de gases-estufa e de resíduos sólidos.

A empresa busca, atualmente, um aumento na produção de Cartões Revestidos de fibras virgens e, para tanto, está colocando em prática um projeto de investimento que irá alavancar sua capacidade instalada em 57%. Observando sob a ótica contábil para análise das demonstrações financeiras, um projeto deste porte indica prováveis impactos futuros nos indicadores de imobilização do capital e do Capital Circulante Líquido.

²⁴ O conceito de sustentabilidade está relacionado com a sobrevivência e longevidade, tanto dos recursos naturais, quanto dos empreendimentos humanos.

²⁵ Nome dado aos resíduos de papel coletados depois de usados. Estes resíduos são colhidos por empresas especializadas, selecionados, enfardados e vendidos às fábricas de papel como matéria-prima.

2.3 ARACRUZ CELULOSE S.A.

A Aracruz Celulose S.A. é um conglomerado de empresas que atua na produção e comercialização de celulose branqueada de fibra curta de eucalipto. Fazem parte do grupo empresas responsáveis pela distribuição dos produtos no mercado internacional, serviços portuários, florestamento e reflorestamento de eucalipto, fabricação de produtos sólidos de madeira, prestação de serviços de consultoria e em atividades de comércio internacional e, finalmente, na produção de celulose. O controle acionário da Aracruz é exercido pelos grupos Safra, Lorentzen e Votorantim, cada um com 28% de participação e pelo BNDES. As ações preferenciais da empresa são negociadas nas Bolsas de Valores de São Paulo, Nova Iorque e Madri. A empresa possui também um programa ADR – *American Depositary Receipts*. Segundo Pelaes Filho (2002:60),

A empresa é mais conhecida e reconhecida no mercado financeiro internacional do que no próprio Brasil, sendo que mais de 80% do movimento diário de compra e venda de suas ações se dá na Bolsa de Nova Iorque. A excelente reputação da Aracruz no mercado internacional é resultado da percepção de que a empresa consegue, em grande parte, evitar o chamado risco Brasil, por uma combinação de estratégia comercial, estratégia financeira, ótima governança corporativa e excelência operacional.

Possui 144.000 mil hectares de florestas de eucalipto no Espírito Santo e na Bahia e 66.000 hectares de reservas nativas intocadas. Possui também 40 mil hectares de florestas em conjunto com a Suzano Papel e Celulose S.A. É a maior produtora mundial de celulose branqueada de eucalipto, utilizada, principalmente, na fabricação de papéis sanitários, produto este que faz parte de mais da metade de sua produção. Produz também papéis especiais, papéis para impressão e de escrever.

A maior parte dos negócios da empresa é destinada ao mercado externo, sendo que, no primeiro semestre de 2002, 98% das vendas da empresa foram destinadas à exportação, na sua maioria, à Europa (43%) e à América do Norte (40%).

Foi fundada em 1967 e tem capacidade de produção de 2.560 mil toneladas anuais, sendo suas principais operações no Espírito Santo (matriz), na Bahia e no

Rio Grande do Sul. Em 1985 já contava com um porto exclusivo especializado em celulose. Conquistou as certificações ISO 9001, 9002 e 14001 em 1993, 1995 e 1999, respectivamente. Já realizou cerca de US\$ 300 milhões em investimentos em proteção ambiental na instalação de sistemas modernos de controle de poluição, como tratamento biológico de efluentes, caldeiras com baixos níveis de odor e uma central de tratamento de resíduos sólidos.

A Aracruz possui um complexo industrial com três caldeiras de recuperação, quatro linhas de branqueamento e secagem e instalações para recuperação de produtos químicos, tratamento de água e geração de energia elétrica a partir de biomassa²⁶. A produção na Aracruz inicia-se no recebimento da matéria prima, a madeira, através de caminhões ou pelo transporte marítimo. As toras, que são recebidas com ou sem casca são descarregadas, cortadas ao meio e descascadas em tambores rotativos munidos de ranhuras internas. Após serem descascadas, as toras são picadas e transformam-se em cavacos. Os cavacos são cozidos através de uma ação química que visa dissociar a lignina²⁷ existente entre a fibra e a madeira, lavados e depurados. A celulose resultante passa por um processo de branqueamento com o objetivo de melhorar suas propriedades industriais. Após esta etapa, a celulose é novamente depurada e enviada para secagem e enfardamento.

De acordo com Pelaes Filho (2002:69), os pontos fortes e fracos da empresa são os seguintes:

Pontos fortes:

- Situada em uma região que apresenta vantagens climáticas;
- Alta tecnologia florestal;
- Orientação global de vendas;
- Estratégia financeira eficiente;
- Balanço Patrimonial sólido;
- Produtora mundial de menor custo;

²⁶ Massa seca de material biológico, no caso, sobras de produção.

²⁷ Substância encontrada nas paredes das células vegetais que dá característica de rigidez.

- Possui custos em reais e receitas em dólar.²⁸

Pontos fracos:

- Dependência de um único produto;
- O fato de a celulose ser *commodity*, com preços ditados pelo mercado internacional;
- Fábrica dependente de capital intensivo.

2.4 SUZANO PAPEL E CELULOSE

A Suzano Papel e Celulose é uma empresa do Grupo Suzano, que atua há oitenta anos nos ramos de papel e celulose e há quarenta anos no ramo petroquímico por meio de participações acionárias. Seus principais produtos são: celulose de eucalipto, papéis para imprimir e escrever não revestidos e revestidos e papelcartão. Comercializa nos mercados interno e externo. Conta com operações integradas verticalmente, assim como as outras indústrias apresentadas, e está distribuída em três unidades industriais, sendo duas em São Paulo e uma na Bahia. O controle acionário está em sua maioria no poder da Suzano Holding, com 87,5% das ações ordinárias. Assim como a Aracruz, conta com um programa de ADR's.

A trajetória da empresa iniciou-se em 15 de junho de 1923, quando Leon Feffer abriu um negócio que comercializava papéis que eram importados da Alemanha e do Japão. Durante a Segunda Guerra Mundial, na expectativa do desabastecimento de papel no mercado, Leon Feffer vendeu todos os seus bens para montar a Indústria de Papel Leon Feffer, que produzia inicialmente vinte toneladas por dia. Em 1956 adquire a Indústria de Papel Euclides Damiani, em Suzano, que passa a se chamar Cia. Suzano de Papel e Celulose, com produção inicial de 30 toneladas por dia, trabalhando com celulose de eucalipto. Adquiriu também a Indústria de Papel Rio Verde, em Suzano, para utilizar-se da produção de

²⁸ O Dólar foi estabelecido como *functional currency* da Aracruz pela SEC – *Securities Exchange Commission*. Até 2002 a Aracruz era a única empresa brasileira listada na Bolsa de Nova Iorque que tinha esta característica (PELAES FILHO, 2002:60).

celulose na fabricação de papel, pois na época o mercado não estava motivado para consumir a celulose de eucalipto (TAVARES, 2005:128).

Após a mudança da visão do mercado quanto a este tipo de celulose, a produção na Cia. Suzano aumentou e foram realizados diversos investimentos a partir da década de 70, tornando possível a implantação de uma nova fábrica de celulose e da aquisição de novas máquinas de papel, incluindo a produção de papel sulfite.

Motivada pelo cenário de plena expansão das atividades, surge o projeto da implantação de uma fábrica na Bahia, a Bahia Sul Celulose e Papel, utilizando modernas técnicas de processo, equipamentos e preservação industrial. Uma fábrica altamente competitiva, de localidade estratégica, próxima às florestas, promovendo a redução de custos. A criação da Bahia Sul foi realizada em dezembro de 1987 através de uma parceria entre a Cia. Suzano de Papel e Celulose e a Cia. Vale do Rio Doce, um investimento calculado em US\$ 1,2 bilhão, na época. As operações na fábrica iniciaram em março de 1992.

De acordo com Tavares (2005:131), a composição inicial deste investimento foi realizada da seguinte forma: 52% de recursos próprios e 48% de longo prazo, através de duas linhas de financiamento do BNDES. Outros recursos foram captados pela Bahia Sul através da abertura do capital, US\$ 55 milhões em ações preferenciais, em abril de 1992. Adquiriu as ISO's 9002 e 14001 em fevereiro de 1995 e em setembro de 1996, respectivamente, obtendo a re-certificação ISO em março de 1998.

O controle total da Bahia Sul pela Cia. Suzano ocorreu em 2001, quando a Vale do Rio Doce deixou o setor. Em outubro do mesmo ano iniciava um processo de unificação da gestão das empresas. Através de uma estratégia de mercado, em 2004 a Cia. Suzano incorporou a Bahia Sul, passando a se chamar Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S/A. Em 2005 iniciou-se um projeto de expansão com o objetivo de construir uma segunda linha de celulose com capacidade de produção de 1 milhão de toneladas, com previsão de conclusão em 2008. O investimento total do projeto é da ordem de US\$ 1,3 milhão, sendo que 78% através de financiamento de longo prazo obtido, principalmente, do BNDES e do Banco do Nordeste do Brasil. Também em 2005 adquiriu a Ripasa, passando a ter uma capacidade total de produção de 1,5 milhão de toneladas de celulose de eucalipto por ano.

Uma das vantagens da Suzano é a competitividade nos custos de produção que são consideravelmente inferiores: enquanto na empresa os valores giram em torno de US\$ 170 por tonelada, no mercado internacional este mesmo custo está em torno de US\$ 300. De acordo com a empresa, os fatores que colaboram para esta redução de custos são, principalmente: a otimização do consumo de energia através do reaproveitamento do vapor produzido nas caldeiras, que é utilizado na geração de energia elétrica: a unidade Mucuri é praticamente auto-suficiente em energia elétrica e a unidade Suzano produz cerca de 40% de toda a energia que consome e ainda há um projeto para a implantação de hidrelétricas, que irão complementar a necessidade da unidade Suzano, tornando-a, assim, auto-suficiente; os baixos custos de transporte, devido à proximidade das florestas em relação às fábricas, principalmente na unidade Mucuri: as florestas em São Paulo estão, em média, a uma distância de 210 km das fábricas de papel e celulose e as fábricas, em média, a 90 km de distância do porto de Santos. As florestas na Bahia e no Espírito Santo estão, em média, a 61km de distância das fábricas e estas a 320 km do porto de Vitória; e o reaproveitamento dos produtos químicos utilizados no tratamento da madeira para a produção de celulose.

Estas ações, além de colaborarem consideravelmente na redução dos custos, fazem parte da estratégia do programa ambiental da fábrica, visando reduzir consideravelmente o impacto causado no meio ambiente pelas atividades da indústria.

3 APLICAÇÃO DA TEORIA E AVALIAÇÃO DOS RESULTADOS

“O Patrimônio em ação é um corpo que vive para uma finalidade [...] Assim sendo, ele pode encontrar-se em pleno vigor ou em definhamento. [...] logo, é mister prever as consequências do seu estado atual [...] e a análise orienta nas decisões a tomar no prosseguimento da atividade patrimonial.”²⁹

3.1 PADRÕES PARA ANÁLISE

Após o levantamento do referencial teórico necessário para a realização de um trabalho de análise financeira, desde os conceitos mais básicos, passando pelas técnicas de análise até a abordagem de alguns modelos prontos para tal fim, procurou-se apresentar a dimensão e as características das entidades que serão objeto desta pesquisa para, então, finalmente, neste último capítulo, aplicar as técnicas estudadas com vistas a atingir os objetivos propostos.

Inicialmente será realizada uma análise que procurará evidenciar os resultados obtidos a partir dos estudos realizados em cada uma das três empresas em comparação com o desempenho padrão do setor. Para tanto, foram levantadas demonstrações financeiras de oito empresas distintas, as maiores do setor. Para o trabalho de sugestão de índices padrão foi limitada a utilização de oito demonstrações por dois motivos:

- a) Conforme abordado anteriormente, as oito maiores empresas do setor detém cerca de 87% da produção nacional;
- b) No setor de papel e celulose, poucas são as empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bovespa. A grande maioria, que são de capital fechado (e, portanto, desobrigadas de publicarem suas demonstrações), trabalham com uma política de confidencialidade dos dados dos relatórios contábeis, quer seja por questão estratégica, quer seja por mera definição. Todavia, consideramos ser esta uma prática

²⁹ Francisco D'Áuria, prefácio de Franco (1976).

desnecessária, já que o compromisso com a confidencialidade foi garantido. No mais, os demonstrativos contábeis existem para atenderem clara e transparentemente aos mais diversos usuários e potenciais interessados nas informações.

A seguir, serão apresentados os padrões com base nos índices obtidos nas oito empresas, relacionados em uma tabela com as respectivas interpretações que poderão ser classificadas como deficientes, razoáveis, satisfatórios e bons:

Tabela 10 - Índices-padrão para o setor de papel e celulose

ÍNDICE	BOM	SATISFATÓRIO	RAZOÁVEL	DEFICIENTE
Participação do Capital de Terceiros (CT)	Até 105,54%	De 105,55% até 112,30 %	De 112,31% até 148,34%	Acima de 148,35%
Composição do Endividamento (CE)	Até 26,14%	De 26,15% até 28,95%	De 28,96% até 41,81%	Acima de 41,82%
Imobilização do Capital (IC)	Até 140,31%	De 140,32% até 155,93%	De 155,94% até 185,70%	Acima de 185,71%
Imobilização de Recursos Não Correntes (INC)	Até 77,26%	De 77,27% até 86,76%	De 86,77% até 92,97%	Acima de 92,98%
Liquidez Geral (LG)	Acima de 0,613	De 0,521 até 0,612	De 0,407 até 0,521	Até 0,406
Liquidez Corrente (LC)	Acima de 1,745	De 1,571 até 1,744	De 1,162 até 1,570	Até 1,161
Liquidez Seca (LS)	Acima de 1,340	De 1,167 até 1,339	De 0,894 até 1,166	Até 0,893
Giro do Ativo (GA)	Acima de 0,603	De 0,458 até 0,602	De 0,284 até 0,457	Até 0,283
Margem Líquida (ML)	Acima de 22,55%	De 8,60% até 22,54%	De 2,40% até 8,59%	Até 2,39%
Rentabilidade do Ativo (ROI)	Acima de 7,45%	De 4,91% até 7,44%	De 1,44% até 4,90%	Até 1,43%
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSP)	Acima de 15,98%	De 13,89% até 15,97%	De 3,04% até 13,88%	Até 3,03%
Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV)	Até 39,10 dias	De 39,10 dias até 53,87 dias	De 53,88 dias até 61,22 dias	Acima de 61,23 dias
Prazo Médio de Pagamento de Compras (PMPC)	Acima de 37,22 dias	De 29,74 dias até 37,21 dias	De 24,80 dias até 29,73 dias	Até 24,79 dias
Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE)	Até 46,94 dias	De 46,95 dias até 51,88 dias	De 51,89 dias até 76,04 dias	Acima de 76,05 dias
Ciclo Operacional (CO)	Até 85,90 dias	De 85,91 dias até 101,38 dias	De 101,39 dias até 137,86 dias	Acima de 137,87 dias
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	Até R\$ 29.076	De R\$ 29.077 até R\$ 102.245	De R\$ 102.246 até R\$ 211.559	Acima de R\$ 211.559
Capital Circulante Líquido (CCL)	Acima de R\$ 521.283	De R\$ 189,821 até R\$ 521.283	De R\$ 71.374 até R\$ 189.820	Até R\$ 71.373

Analisando os dados levantados e relacionados na tabela de índices-padrão, já é possível realizar algumas afirmações sobre o setor de papel e celulose no Brasil como um todo:

- a) Confirmam-se as informações citadas anteriormente de que é um setor demandante de alta quantidade de capital para realização de investimentos. Isto é representado por um padrão considerado “bom”

que já ultrapassa os 100% da participação de capital de terceiros em relação ao PL. Outro índice que apresenta esta evidência é o de imobilização de capital, que considera “bom” um índice de imobilização de até 140% em relação ao PL.

- b) É possível notar que o setor trabalha predominantemente com dívidas de longo prazo. Este é um aspecto fundamental em um setor onde ocorrem altos investimentos, que geram altas dívidas e que, conseqüentemente, requerem uma boa administração de prazos e condições.
- c) Em consequência disso, é um setor que apresenta boa liquidez no curto prazo, especialmente liquidez seca. Todavia, no longo prazo esta liquidez torna-se consideravelmente baixa.
- d) Em decorrência dos altos investimentos (que são necessários), o Giro do Ativo é predominantemente baixo no setor de papel e celulose. O *Return On Investment* considerado “bom” é em torno de 7%.

Estes padrões são de grande importância para parametrizar o desempenho das empresas analisadas. É possível observar também que, além desta função, os padrões permitem inferir algumas características do universo estudado, visto que cada setor apresentaria peculiaridades nítidas nestes padrões. Uma empresa prestadora de serviços, por exemplo, apresentaria padrões de liquidez seca muito próximos da liquidez corrente. Uma empresa de Internet apresentaria padrões de imobilização de capital muito menores, principalmente se comparados ao de uma indústria.

A seguir serão apresentados os resultados das análises das três empresas, individualmente, em relação aos padrões.

3.2 ANÁLISE FINANCEIRA DAS EMPRESAS

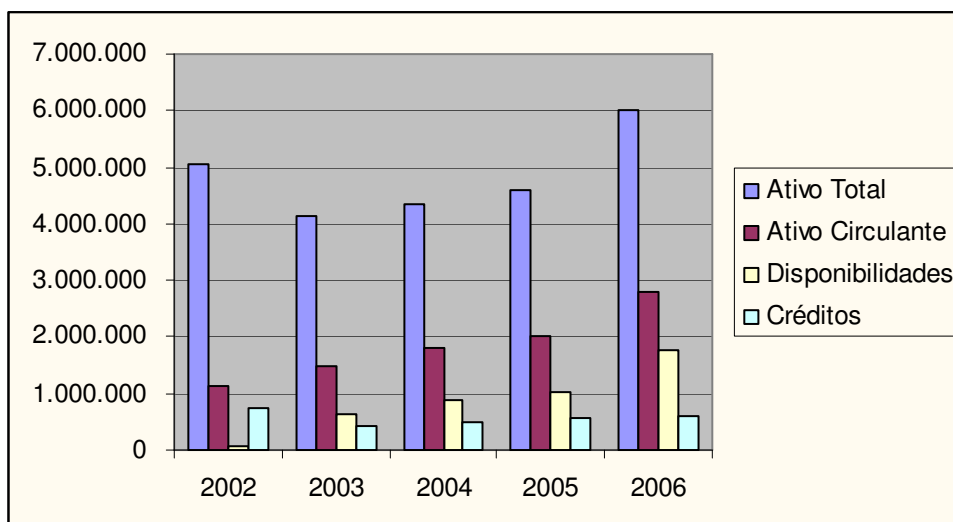
3.2.1 Klabin S/A

A Klabin apresentou grandes oscilações no período observado. Em 2002 apresentava uma situação financeira desfavorável, com índices de endividamento muito acima da média, imobilização de capital *idem* e baixa liquidez, fechando com um CCL negativo em R\$ 1.104.800³⁰. A situação só não era mais desfavorável pois a necessidade de capital de giro da empresa era negativa em R\$ 503.417. Nesse período, segundo as Notas Explicativas das demonstrações financeiras,

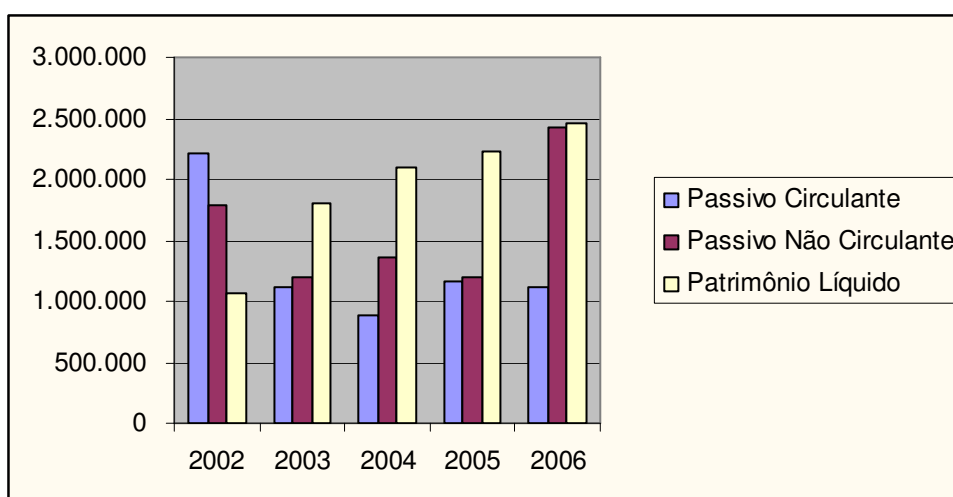
[...] pela guerra no Afeganistão e crise no Golfo Pérsico e pelo aumento das tensões provocadas pela crise econômica Argentina e o processo eleitoral no Brasil, a Klabin encontrou dificuldades para refinar suas dívidas junto aos seus credores, particularmente os internacionais. Adicionalmente, a situação financeira da Klabin foi prejudicada pela valorização do dólar norte-americano frente à moeda nacional [...]

A medida tomada para contornar a situação desfavorável foi uma reestruturação financeira, com o objetivo de melhorar a qualidade do passivo da empresa. Na época, ainda de acordo com as Notas Explicativas, a empresa pretendia realizar uma “[...] redução substancial do passivo da Klabin indexado ao dólar norte-americano, permitindo um melhor gerenciamento dos vencimentos futuros [...]”. Os efeitos desta reestruturação são visíveis tanto nos indicadores avaliados quanto nas análises horizontal e vertical. Em 2002 o Ativo Circulante representava apenas 22% do total, onde a maior concentração estava nos créditos a receber; a partir de 2003, o efeito obtido foram aumentos consecutivos no circulante, iniciando-se com 34% em 2003, enquanto a maior parte deste ativo passou a ser composta por disponibilidades. Em 2006, o AC já representava 39% do ativo total, com 70% de sua composição formada por disponibilidades.

³⁰ Para efeitos de análise, os valores mencionados serão demonstrados em milhares de reais.

Gráfico 1 - Evolução do ativo - Klabin

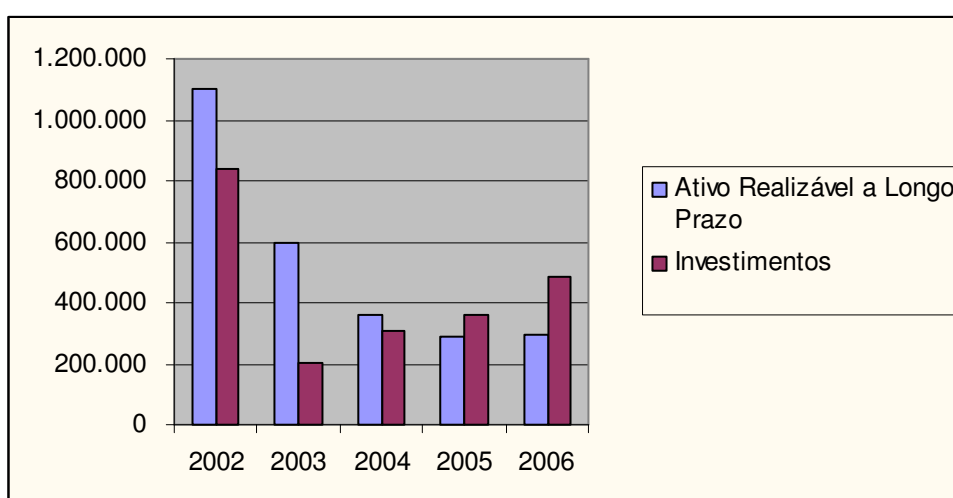
Já a composição do passivo da empresa era completamente desfavorável em 2002. O Passivo Circulante representava 44% do total, ou seja, alta quantidade de dívidas de curto prazo, comprometendo a liquidez, das quais 20% eram financiamentos e 10% de debêntures. Após a reestruturação financeira da empresa, já em 2003, o circulante representava apenas 27% do total do passivo, com o montante de empréstimos e financiamentos reduzidos para 15%. Os efeitos no passivo podem ser observados nos gráficos a seguir:

Gráfico 2 - Evolução do passivo - Klabin

Grande parte da melhora da situação da empresa deve-se à venda de algumas participações acionárias e da realização de outros desinvestimentos, que resultou no encerramento das atividades da empresa em alguns segmentos de mercado. Toda essa manobra culminou em um resultado não operacional de R\$ 897.366 em 2003, responsável por 90% do resultado líquido do exercício.

No Ativo Não Circulante, o efeito foi uma redução de 46% no realizável e de 29% no permanente, sendo 76% apenas nos investimentos. Aliada ao auxílio do BNDES, esta estratégia possibilitou que a empresa passasse a operar em 2006 com um passivo circulante consideravelmente inferior. Após a crise econômica enfrentada em 2002, responsável pelo prejuízo líquido de R\$ 210.000, a empresa conseguiu manter ao longo dos anos seguintes um resultado líquido de, em média, R\$ 410.000. Essa situação positiva constante acabou por colaborar com o trabalho de reestruturação financeira.

Gráfico 3 - Evolução do realizável a longo prazo - Klabin

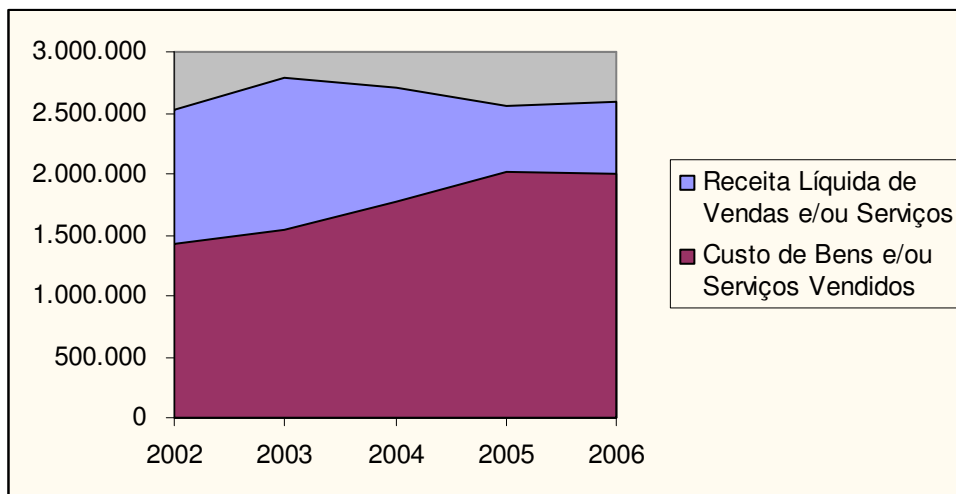


É nítido que a empresa conseguiu uma boa melhora nos níveis de liquidez e de endividamento. A estabilidade nas vendas também colaborou para a melhora significativa na situação da empresa. As vendas líquidas oscilaram muito pouco após 2002, mantendo uma média de R\$ 2.630.000. Em contrapartida os resultados só não foram melhores pois os custos dos bens e serviços vendidos não acompanharam a mesma estabilidade das vendas. Aumentaram 42% nos primeiros quatro anos, estabilizando em 2006, enquanto as vendas líquidas aumentaram apenas 3% no período todo.

É importante apresentar também, no âmbito das operações da empresa, a grande evolução obtida com o resultado financeiro. A reestruturação das dívidas, substituindo as indexadas ao dólar por dívidas em moeda nacional, permitiram que as despesas financeiras que eram de R\$ 1.006.861 em 2002 fossem reduzidas em 60% nos primeiros 4 anos, sendo que em 2006 o resultado obtido foram receitas financeiras líquidas na ordem de R\$ 100.000, resultado esse devido ao alto

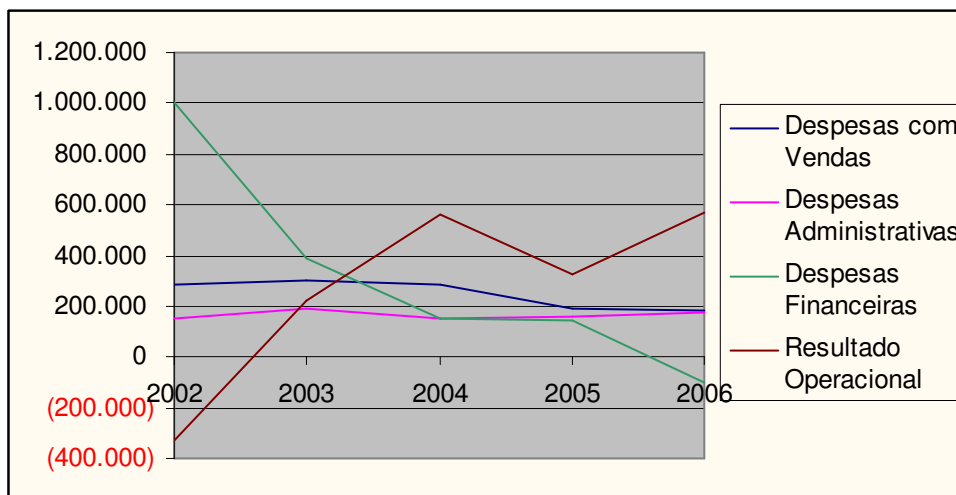
investimento realizado em aplicações financeiras, que eram de R\$ 2.545 apenas em 2002 e passaram a ser de R\$ 1.755.270 em 2006.

Gráfico 4 - Evolução das vendas x custos - Klabin

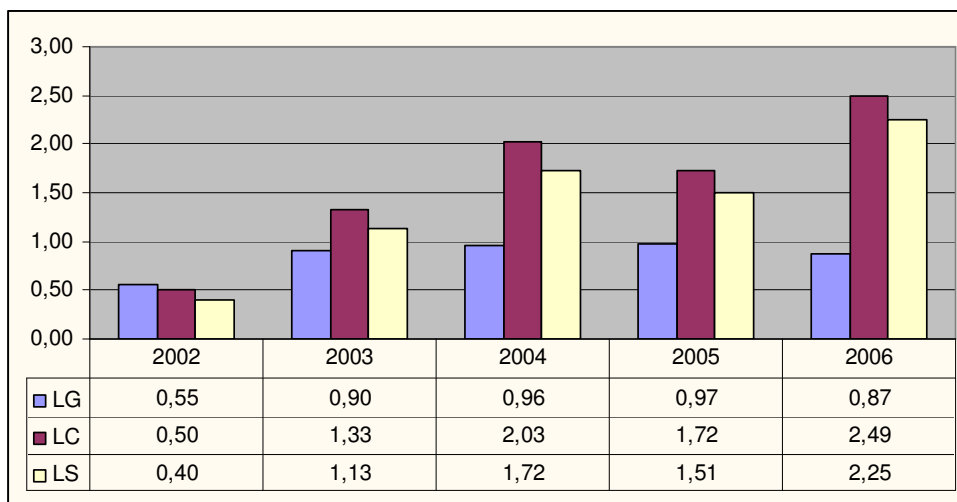


As despesas com vendas também sofreram redução de 35% no período. As demais despesas, administrativas por exemplo, mantiveram-se na média e não sofreram grandes variações.

Gráfico 5 - Evolução do resultado operacional - Klabin

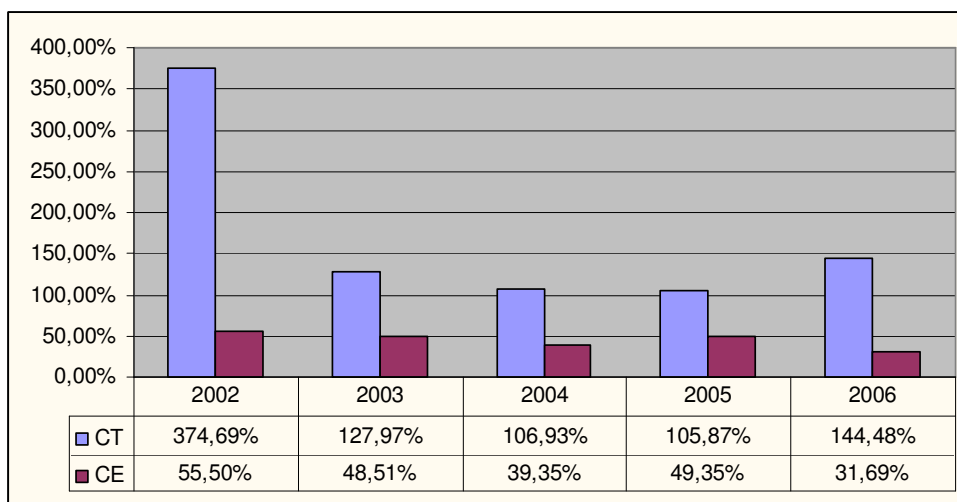


As análises efetuadas até agora foram realizadas com base na observação das análises horizontal e vertical, tanto do balanço patrimonial quanto da demonstração de resultado do exercício. Ao observarmos os resultados dos índices contábeis obtidos, poderemos chegar a dados *idem* aos anteriores. Temos, por exemplo, uma melhora significativa nos índices de liquidez, endividamento e imobilização de capital, ocasionada pela reestruturação financeira desenvolvida pela entidade. O resultado destes índices podem ser observados a seguir:

Gráfico 6 - Evolução da liquidez - Klabin

De acordo com os padrões apresentados anteriormente, podemos inferir que a situação da liquidez da Klabin S/A em 2006 apresenta-se, no geral, boa. O mesmo resultado pode ser obtido se aplicarmos a sugestão proposta por Matarazzo (2007) apresentada anteriormente para avaliação conjunta dos índices de liquidez.

Quanto ao nível de endividamento, os índices apresentados são os seguintes:

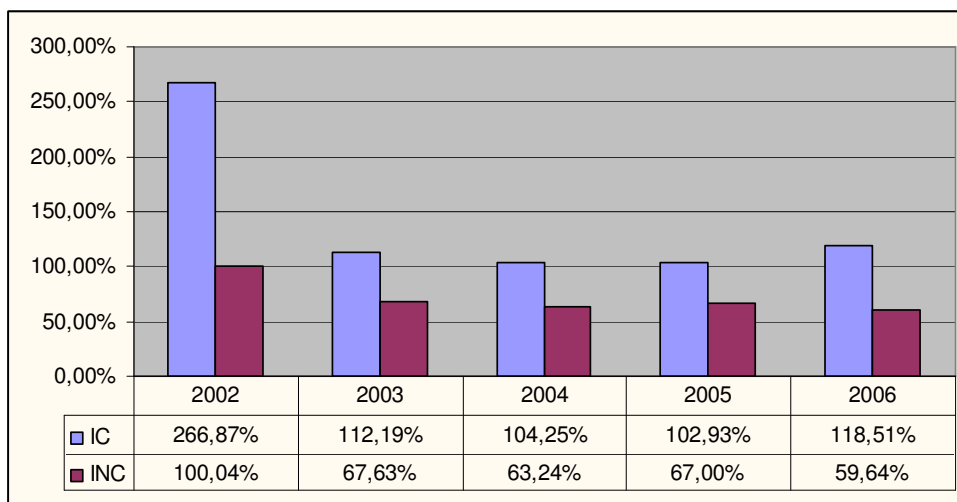
Gráfico 7 - Evolução do endividamento - Klabin

Em comparação aos padrões³¹, a situação apresentada de endividamento é razoável, sendo que em 2004 e 2005 o índice era um pouco melhor. Porém, levando em consideração a alta liquidez, os indicadores apresentados em 2006 poderiam até ser considerados satisfatórios. A empresa apresenta, ainda, um grau de imobilização

³¹ Para efeitos de análise, a avaliação realizada dos índices apresentados com a classificação de “bom”, “satisfatório”, “razoável” ou “deficiente” será sempre tomada com base nos padrões.

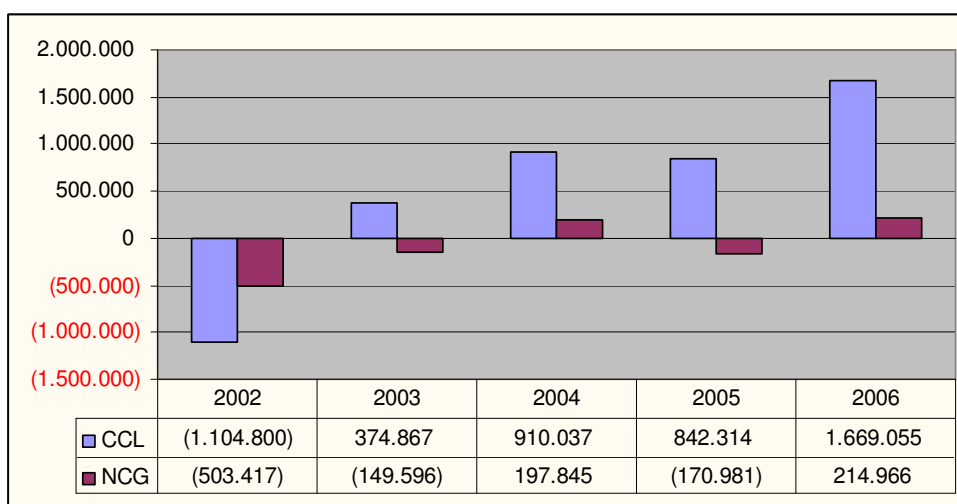
do capital consideravelmente reduzido, considerado bom em relação aos padrões do setor, o que eleva o nível do capital circulante líquido:

Gráfico 8 - Evolução da imobilização do capital - Klabin



Conforme mencionado, como consequência da redução dos níveis de imobilização de capital, houve um aumento no capital circulante líquido (que, por sua vez, produziu efeitos na melhora da liquidez). O CCL de R\$ 1.669.055 em 2006 pode ser considerado muito bom, uma vez que, para o setor, níveis acima de R\$ 521.000 já podem ser considerados bons. Inclusive este alto índice de CCL é capaz de compensar o único índice deficiente apresentado pela empresa, que é o de necessidade de capital de giro que, em 2006, totalizam R\$ 214.966.

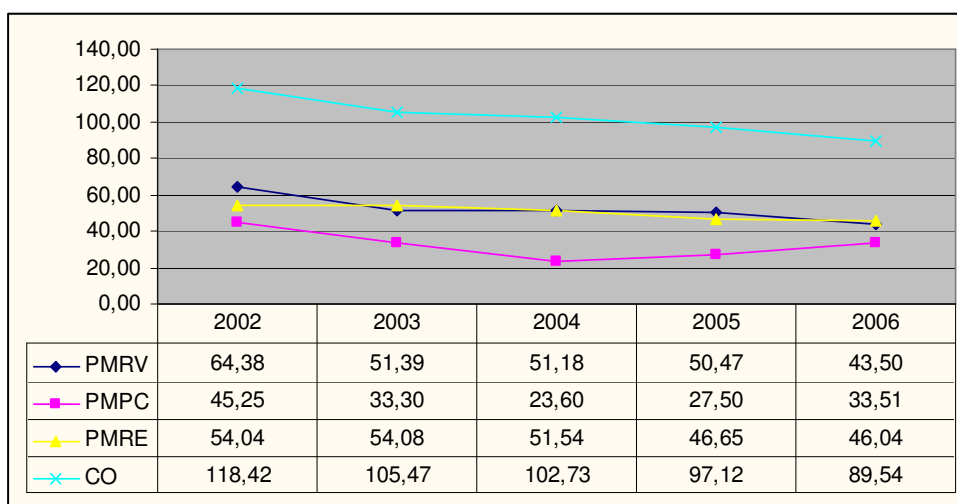
Gráfico 9 - Evolução do CCL x NCG - Klabin



Através da análise dos indicadores de atividade é possível constatar que a empresa também promoveu uma melhora neste aspecto, reduzindo seu ciclo operacional de 118 dias para 89 dias em 2006, um índice considerado satisfatório.

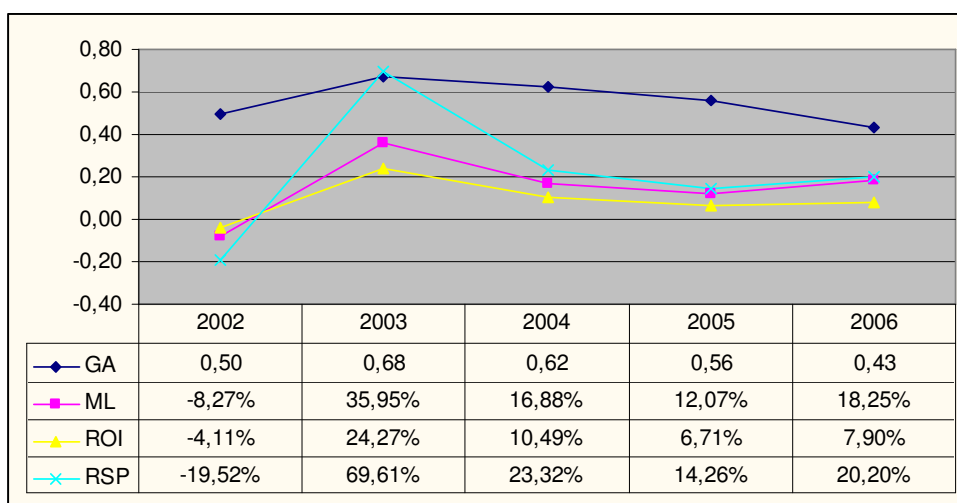
Conforme abordado anteriormente, ciclos operacionais menores são melhores para a empresa, pois implicam em uma necessidade menor de financiamento. Com um prazo de renovação de estoques predominantemente superior ao prazo de pagamento de compras, pode-se inferir que o ciclo operacional é razoavelmente estruturado, pois os fornecedores estão financiando apenas parte dos estoques da empresa. Inclusive, para que esta situação melhorasse ainda mais, poderia ser realizado um estudo junto aos fornecedores para negociação de prazos e condições de pagamento. No caso, o PMPC da empresa é considerado satisfatório enquanto o PMRE é considerado bom.

Gráfico 10 - Evolução do ciclo operacional - Klabin



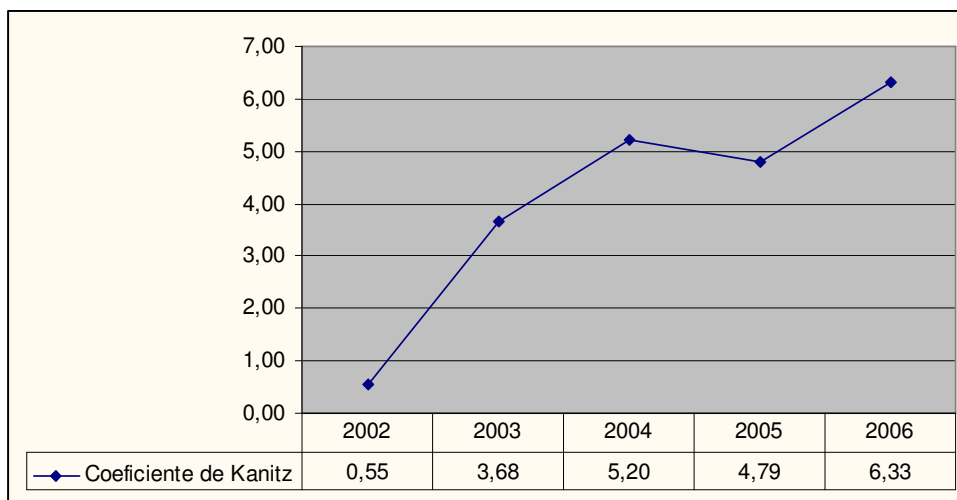
Analisando as questões de rentabilidade e giro, temos ainda grandes oscilações no período. Primeiramente, o Giro do Ativo é considerado apenas razoável. Isso, em conjunto com a avaliação horizontal realizada das vendas líquidas, implica dizer que a empresa precisaria realizar um esforço para aumentar este último item. Um alto giro do ativo seria muito útil para cobrir as despesas com uma boa margem de lucro, margem esta que é considerada satisfatória em 2006. Aliás, a alta margem apresentada em 2003, conforme já apresentado, é decorrente de um resultado não operacional, e não de uma variação das atividades normais da empresa.

Quanto à rentabilidade, a empresa está apresentando bons índices, tanto de rentabilidade do ativo (ROI), quanto do retorno sobre o patrimônio líquido. A alta rentabilidade apresentada em 2003 se deve aos motivos *idem* acima, portanto, temos algumas oscilações, porém, um resultado favorável apresentado em 2006 conforme segue:

Gráfico 11 - Evolução da rentabilidade e do giro - Klabin

Com o objetivo de fundamentar ainda mais a os resultados da análise, foi incluído neste estudo dois modelos que permitem avaliar a situação financeira de uma empresa sem, para tanto, ter a necessidade de realizar a interpretação de índices. O primeiro seria, na verdade, uma fórmula, o indicador de solvência de Kanitz e o segundo, o modelo de Fleuriet, ambos já abordados no primeiro capítulo da pesquisa.

Como resultado, a avaliação dos dois modelos levou à mesma conclusão que a avaliação dos onze índices que foram estudados em conjunto com a análise vertical / horizontal. A aplicação do coeficiente de Kanitz em 2002 demonstrou um resultado de 0,55. Conforme já abordado, a interpretação do coeficiente é realizada da seguinte forma: inferior a -3, a empresa está insolvente. Entre -3 e 0 há uma situação indefinida. Acima de 0, a empresa está na faixa de solvência. Sendo assim, verificamos que o resultado de 0,55 está bem próximo do que poderia ser considerada uma situação incerta de solvência. Este coeficiente, no entanto, evoluiu ao longo do período estudado, demonstrando o resultado das medidas empregadas para corrigir a situação desfavorável. Ainda é importante salientar que o coeficiente de Kanitz é um método científico e reconhecidamente eficaz na previsão de falências de empresas.

Gráfico 12 - Coeficiente de Kanitz - Klabin

Através da aplicação do modelo Fleuriet foi possível também obter os mesmos resultados das análises anteriores. O modelo e seu método de aplicação já foram abordados no primeiro capítulo. Como resultado, através do modelo Fleuriet, foram obtidas as seguintes situações, ao longo do período estudado:

- a) Em 2002, a Klabin apresentava uma situação “ruim”, com CCL negativo, atenuado apenas pela NCG também negativa.
- b) Em 2003, a situação da empresa passou a ser “excelente”, com um CCL positivo e uma NCG negativa.
- c) Nos três anos seguintes, a classificação oscilou para “sólida” em 2004; “excelente” em 2005 e, novamente, “sólida” em 2006.

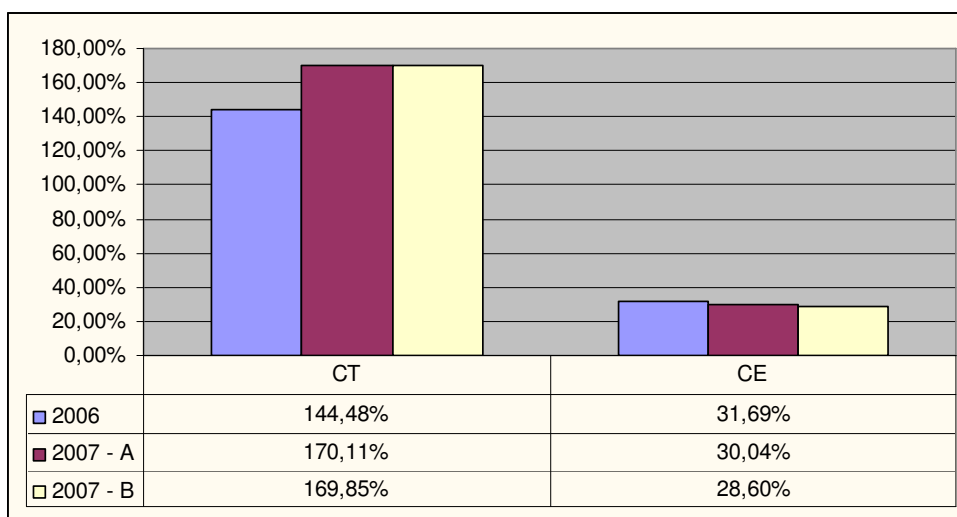
Após estas análises, fundamentadas pela utilização dos modelos de Kanitz e Fleuriet, é possível considerar que: inicialmente, a Klabin passou por dificuldades financeiras, em consequência, principalmente, do cenário econômico desfavorável no momento; em seguida, através de uma rápida manobra da gestão da empresa esse quadro foi revertido, sendo que, para tanto, as principais medidas tomadas foram a renegociação das dívidas em moeda estrangeira junto a entidades nacionais, reduzindo consideravelmente o custo dos financiamentos e, em seguida, a venda de algumas participações acionárias (já previstas anteriormente) que permitiu rápida geração de caixa. Atualmente a situação da empresa encontra-se muito boa, com altos índices de liquidez e baixo endividamento a curto prazo. Porém, é necessário um esforço para que se realize um aumento nas vendas para

que possa haver um aumento no giro do ativo, ou ainda, que se avalie os custos de produção, que tem apresentado crescimento desproporcional às vendas.

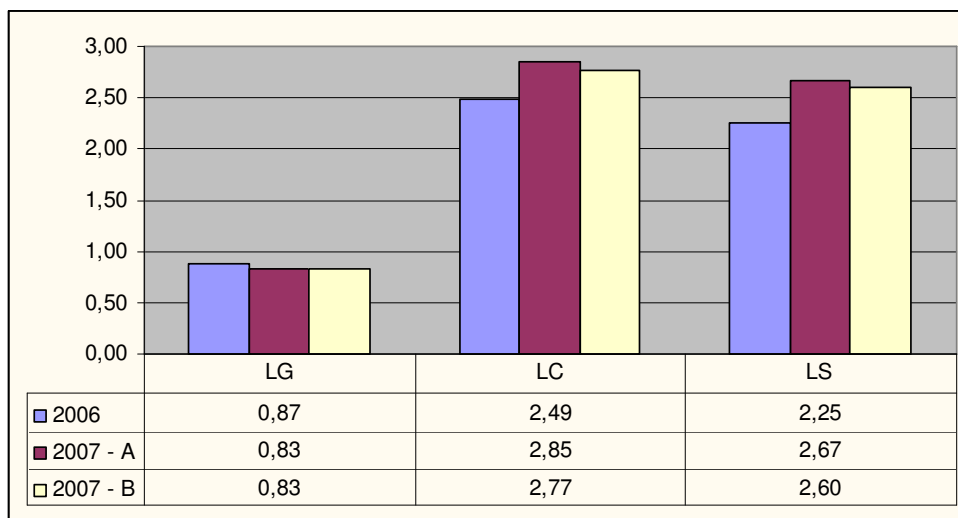
Tendo realizado a análise passada e presente, será aplicado agora o método proposto por Lopes de Sá para a análise da tendência patrimonial. Obviamente, para a realização do método proposto é desejável a utilização do maior número de períodos estudados possível. Todavia, como foi constatado nas análises, o período de 2003 foi fortemente motivado por um resultado não operacional, o qual a venda de algumas participações acionárias, responsável por 90% do resultado líquido do exercício. O método em questão utiliza-se de cálculos matemáticos baseados em variações e, por este motivo, para a análise da tendência patrimonial, o período 2002 – 2003 será excluído do cálculo.

Serão empregados os dois métodos de análise de tendência para o exercício de 2007: o método de variação de percentuais, denominado método “a” e o método de diferença de variáveis, denominado método “b”. Primeiramente, os indicadores de endividamento:

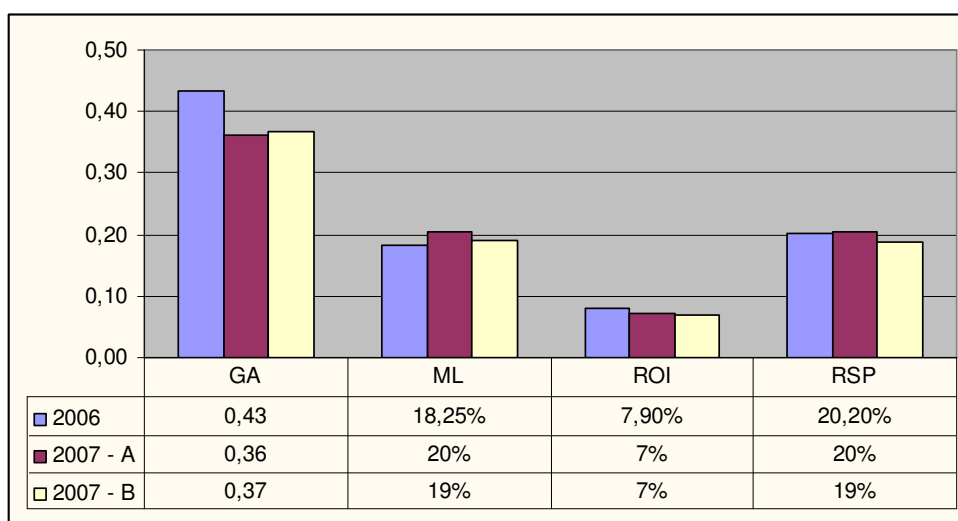
Gráfico 13 - Tendência do endividamento - Klabin



É possível verificar uma tendência de piora no índice de participação de capital de terceiros e uma ligeira melhora na composição do endividamento. É possível verificar também que os dois métodos, apesar de diferentes, apresentam um resultado bastante similar. Em seguida, serão apresentadas as tendências para os índices de liquidez:

Gráfico 14 - Tendência da liquidez - Klabin

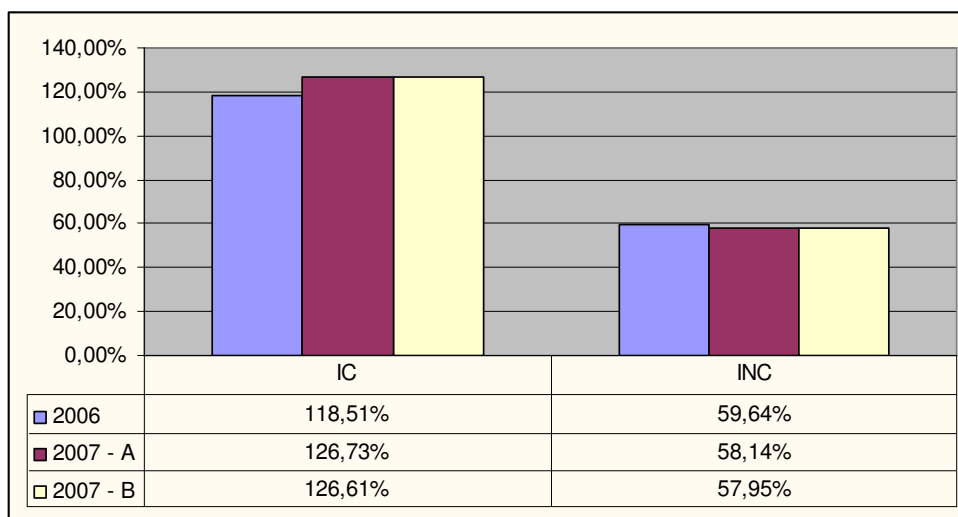
A tendência apresentada para a liquidez é de uma ligeira queda na liquidez geral, porém um aumento razoável na liquidez corrente e seca, sendo, ainda, os dois métodos bem próximos nos seus resultados. A seguir, a tendência para a rentabilidade da empresa, com os indicadores de Giro, Margem, ROI e RSP:

Gráfico 15 - Tendência da rentabilidade - Klabin

Através de uma análise da tendência da rentabilidade é possível verificar uma queda considerável no giro do ativo, e uma ligeira queda no ROI e no RSP, acompanhados por um leve aumento na margem líquida. Um indicador de giro neste nível merece atenção, pois poderia comprometer futuramente a margem, afetando, assim, a liquidez como um todo. Embora a margem tenha apresentado uma tendência de aumento, a tendência negativa dos três outros indicadores pode ser explicada por um aumento no ativo superior, proporcionalmente, ao aumento ocorrido na margem. Este aumento no ativo poderia ser no permanente, para ser

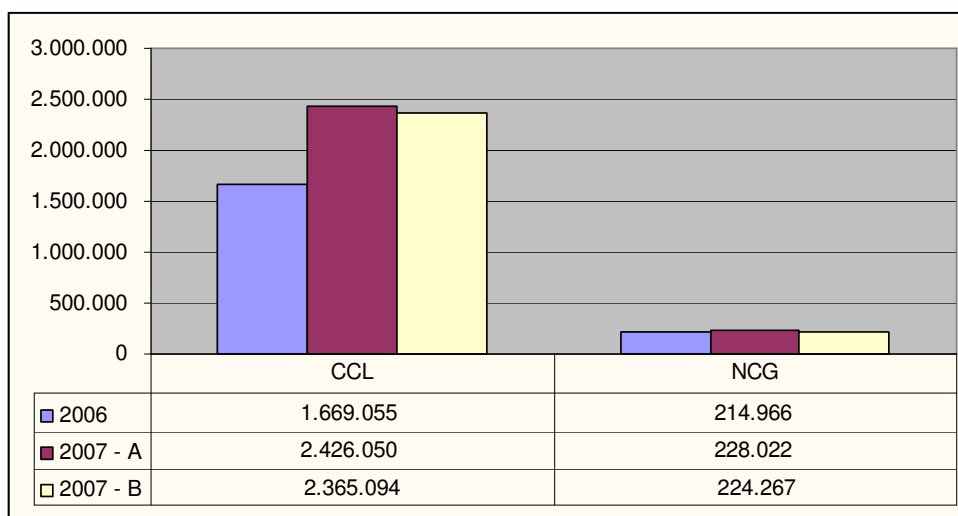
mais específico, como demonstra a tendência dos índices de imobilização expostos abaixo, que demonstram um aumento da imobilização do capital e estabilidade relativa na imobilização de recursos não correntes:

Gráfico 16 - Tendência da imobilização do capital - Klabin



Finalmente, as tendências para o CCL e para a NCG apresentam-se favoráveis, com um aumento substancial no CCL e um ligeiro aumento na NCG. De posse de todas estas tendências, se aplicarmos os modelos de Kanitz e de Fleuriet, o resultado será uma tendência muito favorável, com um fator de insolvência de 7,28 com base nos resultados apresentados pelo modelo “a”, 7,12 com base nos resultados apresentados pelo modelo “b” e uma avaliação “sólida” do modelo Fleuriet, com base nos resultados dos dois métodos de tendências.

Gráfico 17 - Tendência do CCL e da NCG - Klabin

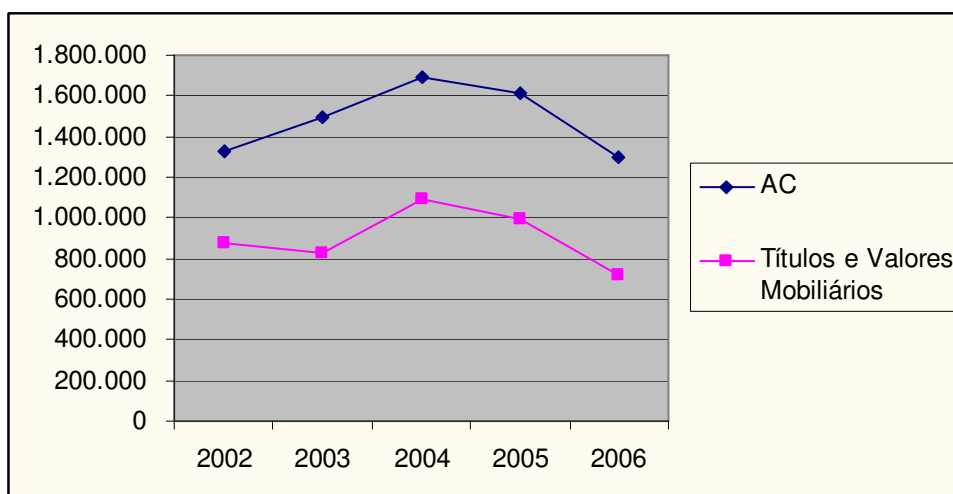


3.2.2 Aracruz Celulose S/A

Assim como a Klabin, a Aracruz Celulose também sentiu os efeitos do cenário econômico desfavorável apresentado no ano de 2002, porém, em escala consideravelmente menor. De acordo com o Relatório da Administração da empresa do ano de 2002, com a demanda global por papel ao longo do período foi afetada pela desaceleração do crescimento nas grandes economias mundiais, “O alto nível dos estoques mundiais de celulose, verificado no início do ano, fez com que os preços caíssem para seus níveis mais baixos em março (US\$ 390/t CIF Europa).” A despeito da situação econômica mundial na época, a empresa não anunciou nenhuma medida emergencial para melhora nos resultados, que vieram naturalmente acompanhados pela motivação do cenário econômico em 2004.

Após o exercício de 2002, a empresa apresenta uma tendência de melhoras contínuas nos seus indicadores contábeis e financeiros, apresentando, principalmente, uma boa rentabilidade e uma excelente margem líquida. Nota-se uma oscilação no Ativo Circulante em 2004, seguida por reduções consecutivas, passando de uma proporção de 21% em relação ao Ativo Total em 2002 para 14% em 2006. O motivo da oscilação apresentada deve-se quase que integralmente ao investimento em fundos que aplicam em títulos e valores mobiliários, com vencimentos entre janeiro de 2006 e abril de 2011; consequentemente, a redução do AC nos períodos subsequentes à 2004 deve-se ao resgate destas aplicações financeiras.

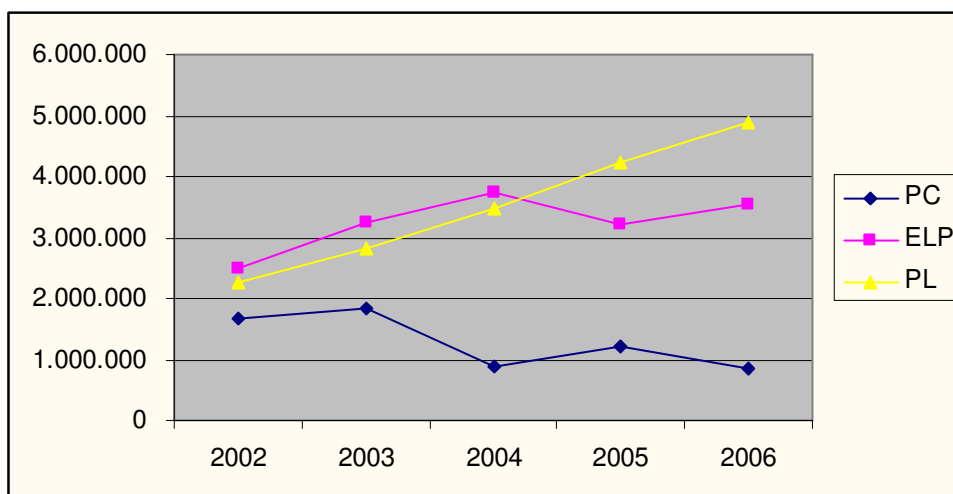
Gráfico 18 - Evolução do ativo - Aracruz



Em seguida, analisando a evolução do passivo circulante da empresa, nota-se que ocorreu uma melhora significativa na estrutura de capitais de terceiros. Em 2002, o passivo circulante representava 26% do total, sendo composto na sua maioria (18%) de empréstimos e financiamentos de curto prazo. No mesmo período, o Exigível a Longo Prazo representava 39% do passivo total, porém, a empresa concentrava empréstimos e financiamentos mais a curto do que a longo prazo. Em 2003, os indicadores deram algum sinal de melhora, porém a variação positiva significativa ocorreu em 2004, quando a empresa conseguiu reduzir suas obrigações de curto prazo em 77% e aumentando as de longo em 27%. No decorrer do período, salvo uma oscilação desfavorável em 2005, a empresa conseguiu manter seus empréstimos e financiamentos de curto prazo em apenas 2% em relação ao passivo, concentrando o restante em financiamentos de longo prazo.

O Patrimônio Líquido da empresa apresenta variações favoráveis ao longo de todo o período, decorrente de, quase na totalidade, reserva de lucros retidos. Essa variação positiva constante contribui para a melhora nos níveis de endividamento e de imobilização do capital.

Gráfico 19 - Evolução do passivo - Aracruz

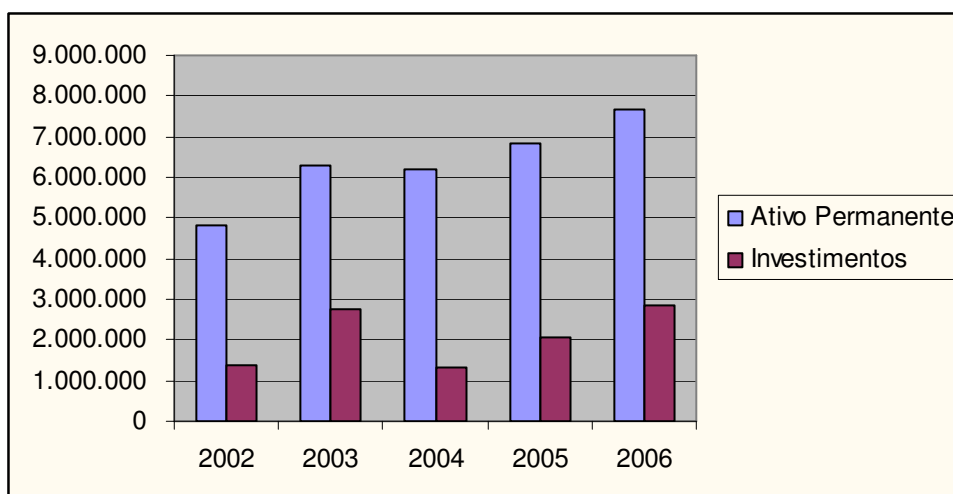


Já no Permanente, é possível notar as oscilações decorrentes de três grandes ações estratégicas da empresa. A primeira delas foi a aquisição em 2003 da Riocell S.A., pelo valor de R\$ 1.635.055, onde foi apurado um ágio de R\$ 839.305. Esta operação visou aumento de produção e foi responsável pela maior parte da variação no permanente em 2003. Em seguida, a empresa alienou 2/3 de sua participação acionária da subsidiária Aracruz Produtos de Madeira S. A., o que ocasionou em uma variação negativa em 2004, que foi, porém, compensada pela

incorporação da Riocell S.A. A terceira grande ação estratégica, embora tenha ocorrido em 2000, foi a aquisição de 50% da Veracell Celulose, em conjunto com a Stora Enso. Em fase de implantação até 2005, esta aquisição foi a responsável pela maior parte das variações no permanente durante o período estudado.

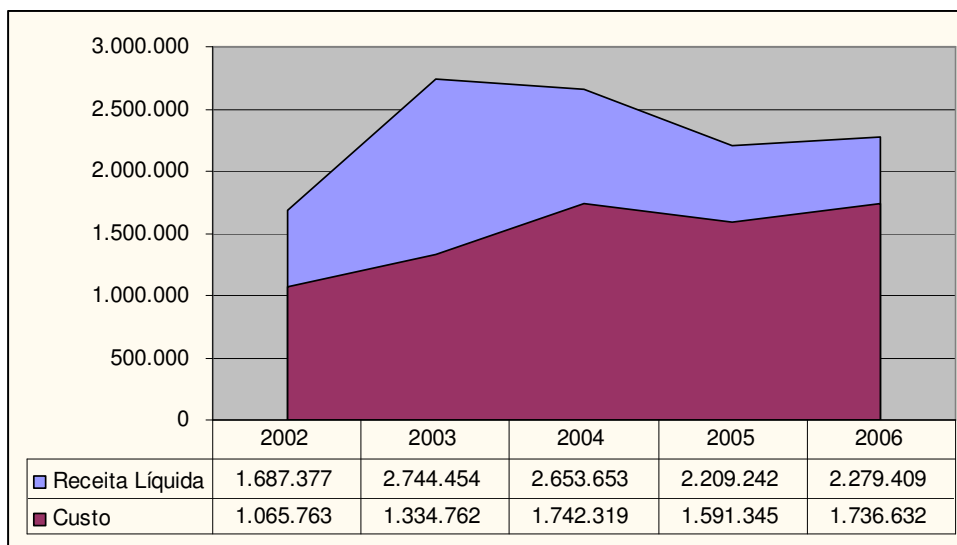
O Realizável a Longo Prazo não sofreu variações significativas no período de análise.

Gráfico 20 - Evolução do permanente - Aracruz

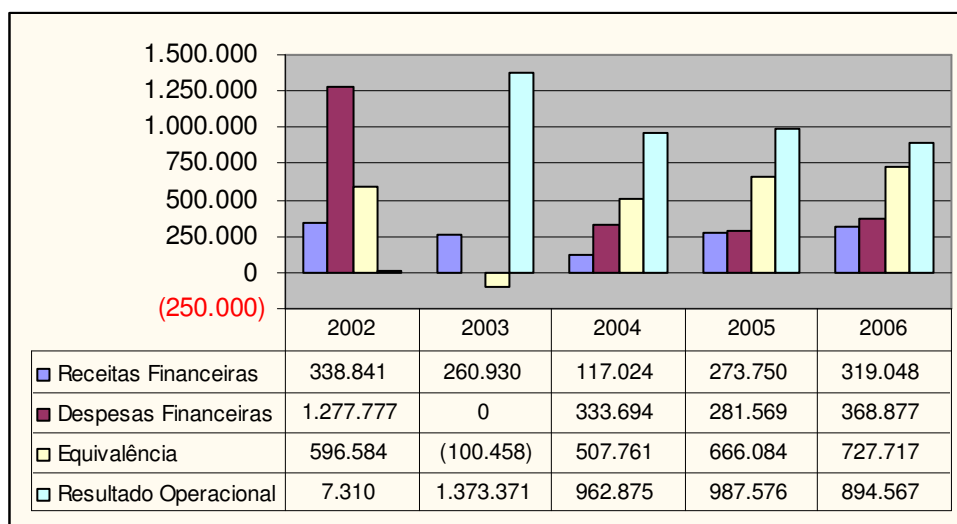


A Receita Líquida de Vendas teve uma grande evolução, de 63%, no exercício de 2003, apresentando estabilidade após este exercício até o ano de 2006. Em 2003, quando ocorreu esta evolução, os custos dos bens e serviços vendidos também evoluíram positivamente, apenas 25%. Porém, assim como aconteceu com a Klabin, nos exercícios seguintes, enquanto a receita líquida de vendas permaneceu estável, os custos evoluíram 31% em 2004, não sofrendo redução até o fim do período.

As despesas financeiras também eram volumosas no exercício de 2002, chegando a atingir a marca de 75% da Receita Bruta de Vendas. Em decorrência disto, a margem líquida do referido exercício foi de apenas 4%. Esse quadro negativo, entretanto, foi revertido nos exercícios seguintes, em decorrência, principalmente, de dois fatores: a reestruturação das dívidas da empresa, reduzindo o volume do passivo circulante e o volume de algumas aplicações financeiras realizadas, que passaram a produzir receitas financeiras, compensando as despesas da mesma ordem.

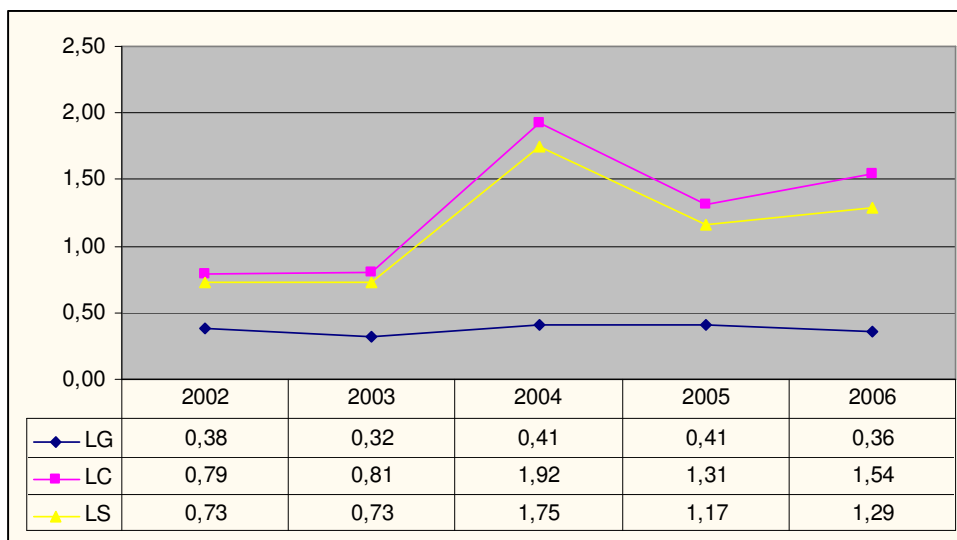
Gráfico 21 - Evolução das vendas x custos - Aracruz

Há de se considerar também que, dentro do resultado operacional, a equivalência patrimonial (que não é um resultado financeiro propriamente dito), representa em 2006 a maior parte do resultado líquido do exercício, com uma proporção de 63%.

Gráfico 22 - Evolução do resultado operacional - Aracruz

As análises efetuadas até agora foram realizadas com base na observação das análises horizontal e vertical, tanto do balanço patrimonial quanto da demonstração de resultado do exercício. Um trabalho realizado em cima dos resultados dos índices contábeis obtidos permitirá chegar a informações semelhantes às anteriores. É possível observar, por exemplo, uma melhora significativa e constante nos índices de endividamento e imobilização de capital e uma pequena oscilação dos índices de liquidez que serão discutidas item a item a seguir:

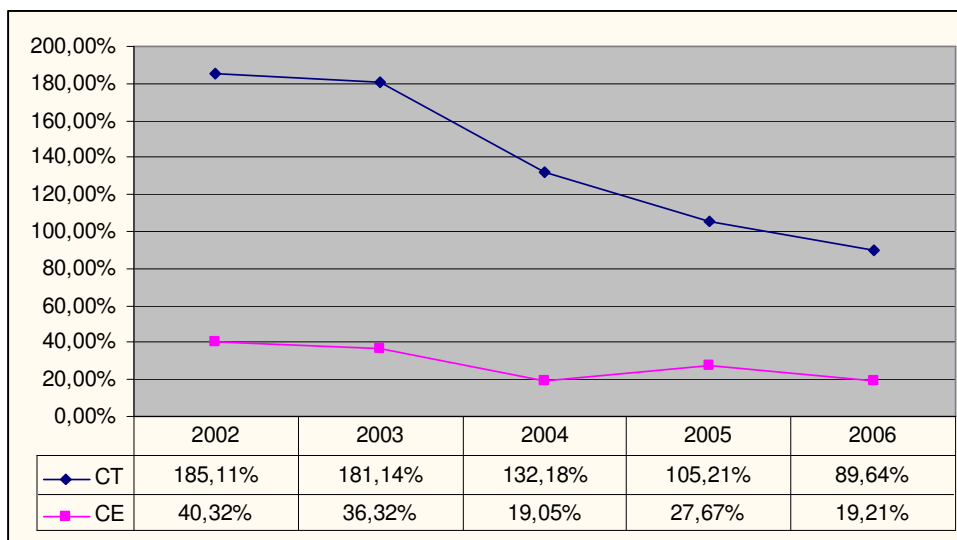
Gráfico 23 - Evolução da liquidez - Aracruz



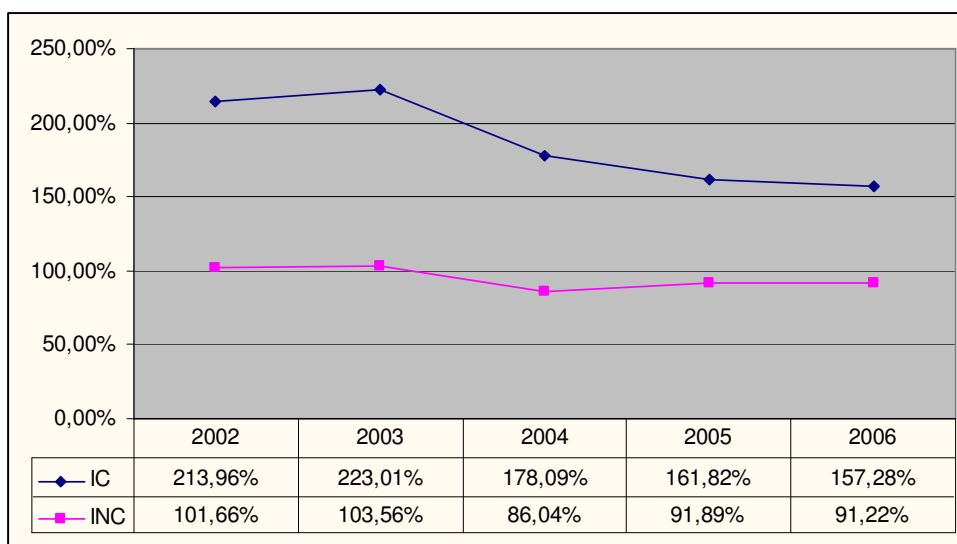
O pico dos indicadores de LC e LS em 2004 deve-se ao aumento das aplicações financeiras de curto prazo realizadas no exercício juntamente com a reestruturação da qualidade das dívidas da empresa, que reduziu consideravelmente o Passivo Circulante. Estes índices sofreram reduções, principalmente, em decorrência da realização destas aplicações em conjunto com a aquisição de financiamento de curto prazo e provisão para pagamento de dividendos em 2005.

De acordo com os indicadores padrões apresentados anteriormente, podemos inferir que a situação da liquidez da Aracruz S/A em 2006 está boa no curto prazo, porém, piora à medida que as dívidas de longo prazo são consideradas. A empresa apresenta liquidez seca boa, liquidez corrente razoável e liquidez geral deficiente. Se aplicarmos a sugestão proposta por Matarazzo (2007) apresentada anteriormente para avaliação conjunta dos índices de liquidez, a interpretação é de “Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa Liquidez Seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável.”

Já o nível de endividamento da empresa pode ser considerado bom como um todo, inclusive se considerada a proporção de dívidas de curto x longo prazo. Além de bons índices de endividamento em 2006, estes apresentam melhoras constantes desde o início do período, o que indica que a situação da liquidez apresentada anteriormente deverá melhorar nos próximos exercícios

Gráfico 24 - Evolução do endividamento - Aracruz

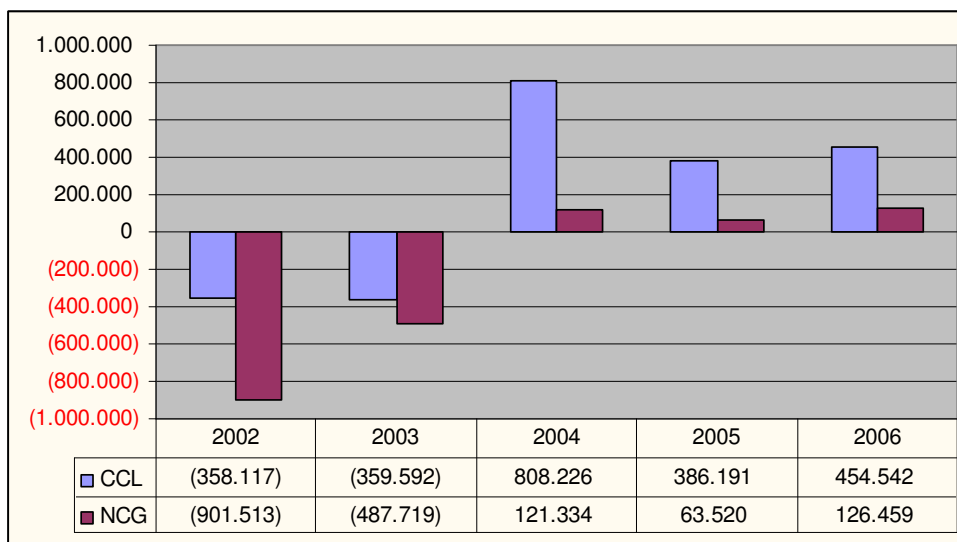
O nível de imobilização do capital e dos recursos não correntes é razoável em 2006. A razão para tal são os altos investimentos realizados no período observado, tanto no imobilizado quanto nas participações em outras empresas, principalmente a participação na Veracel. Entretanto, a empresa vem atenuando os níveis de imobilização com aumentos constantes no PL decorrentes de reservas de lucros

Gráfico 25 - Evolução da imobilização do capital - Aracruz

Como consequência da redução dos níveis de imobilização de capital, houve um aumento no capital circulante líquido em 2004 (que, por sua vez, produz efeitos na melhora da liquidez). Porém, após este exercício, os aumentos no passivo circulante associados às reduções no ativo circulante provocaram uma nova queda neste indicador até o exercício de 2006. O CCL de R\$ 454.542 em 2006 pode ser considerado satisfatório. Em 2004 o nível de CCL era de 808.226 (que é

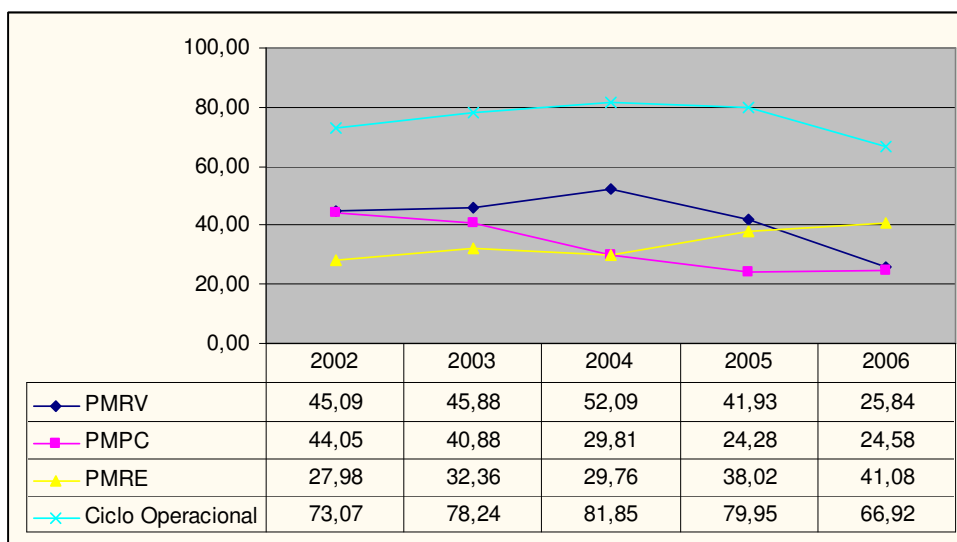
considerado bom). Já a necessidade de capital de giro de R\$ 126.459 apresentada em 2006 é razoável, porém ainda atenuada pelo CCL.

Gráfico 26 - Evolução do CCL x NCG - Aracruz



Através da análise dos indicadores de atividade é possível constatar que a empresa também promoveu uma melhora neste aspecto, reduzindo seu ciclo operacional de 73 dias para 67 dias em 2006, um índice considerado bom. Conforme abordado anteriormente, quanto menor o ciclo operacional de uma empresa, menores são as necessidades de financiamento. O prazo de renovação de estoques era inferior ao prazo de pagamento de compras até 2004. A partir do exercício de 2005 tornou-se superior, o que implica inferir que houve uma ligeira piora na estrutura operacional já que, enquanto o PMPC é superior ao PMRE, os fornecedores financiam não só o estoque, mas também parte das vendas.

Gráfico 27- Evolução do ciclo operacional - Aracruz

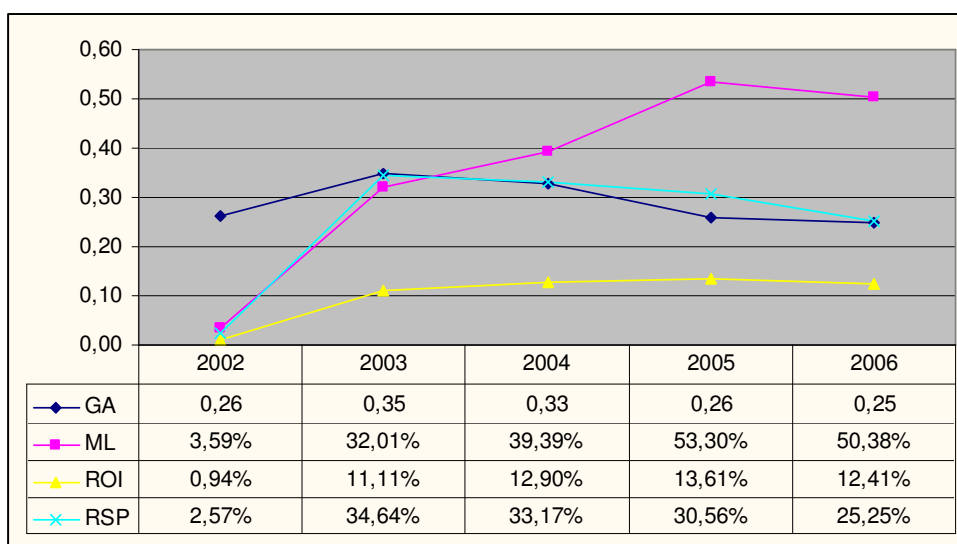


Dentre estes indicadores, o único considerado deficiente é o PMPC, enquanto o Ciclo Operacional, o PMRE e o PMRV são considerados bons. Entretanto, como os Fornecedores representam apenas 2% do passivo, este prazo reduzido para o pagamento das compras pode não ser considerado relevante e a empresa não deveria, necessariamente, rever esta situação agora.

Analisando as questões de rentabilidade e giro, observa-se uma oscilação no período analisado. O giro do ativo apresentou uma evolução de 2002 para 2003, seguido de queda até 2006, motivada pela redução na receita líquida de vendas e, simultaneamente, do aumento no ativo total. Em 2006 o GA é considerado deficiente e pode comprometer a margem de lucro futuramente.

A margem líquida, entretanto, é considerada boa em 2006. Cabe observar que o principal responsável pela alta margem da empresa é o resultado da equivalência patrimonial, conforme já exposto anteriormente. Quanto à rentabilidade, a empresa apresenta bons índices, tanto de rentabilidade do ativo (ROI), quanto do retorno sobre o patrimônio líquido. A alta rentabilidade também se deve, em sua maioria, ao resultado da equivalência patrimonial.

Gráfico 28 - Evolução da rentabilidade e do giro - Aracruz

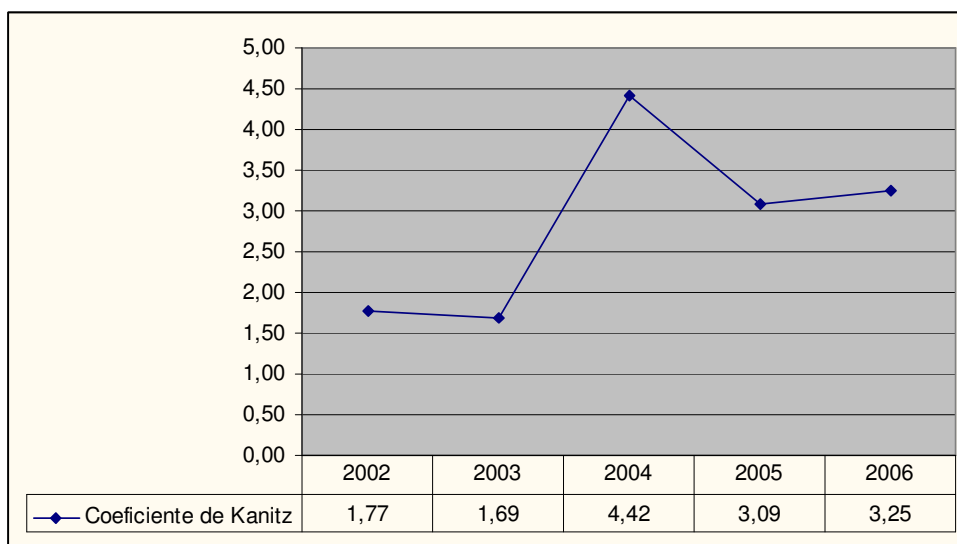


Assim como foi realizado com a Klabin, na análise da Aracruz também foram empregados os modelos de Kanitz e de Fleuriet para conferir mais consistência aos resultados obtidos.

De acordo com o coeficiente de Kanitz, é possível observar que a empresa não passou, no período observado, por dificuldades financeiras mais sérias que

pudessem comprometer sua solvência. O melhor resultado obtido foi em 2004, apresentando um coeficiente de 4,42. Em 2006, o coeficiente é de 3,25, o que implica dizer que a empresa possui uma boa situação de solvência.

Gráfico 29 - Coeficiente de Kanitz - Aracruz



Através da aplicação do modelo Fleuriet foi possível também obter os mesmos resultados das análises anteriores. O modelo e seu método de aplicação já foram abordados no primeiro capítulo. Como resultado, através do modelo Fleuriet, foram obtidas as seguintes situações, ao longo do período estudado:

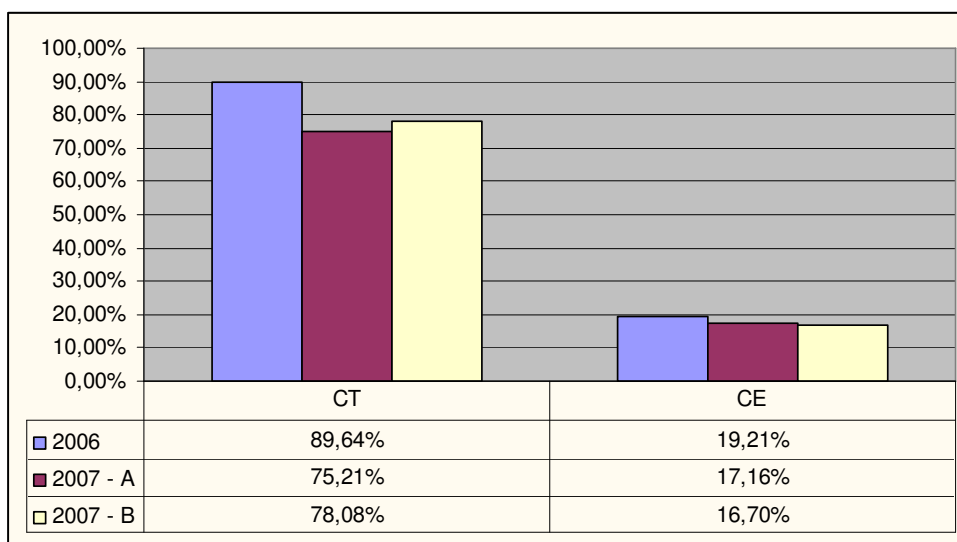
- a) Em 2002 e 2003, a Aracruz apresentava uma situação “arriscada”, com CCL negativo, atenuado apenas pela NCG também negativa menor que o CCL.
- b) Nos três anos seguintes, a classificação passou a ser “sólida”, com CCL e NCG positivos, sendo o CCL maior que a NCG.

Após estas análises, fundamentadas pela utilização dos modelos de Kanitz e Fleuriet, é possível considerar que: inicialmente, a Aracruz passou por dificuldades financeiras, em consequência, principalmente, do cenário econômico desfavorável no momento; em seguida, esse quadro foi revertido sendo que, para tanto, as principais medidas tomadas foram a reestruturação das dívidas da empresa, aumentando a liquidez e o CCL, o volume de aplicações financeiras realizadas em 2004, que permitiu compensar as altas despesas financeiras que a empresa possuía, e as reservas constantes de lucros, diminuindo o endividamento e os níveis de imobilização do capital. Atualmente a situação da empresa encontra-se boa, com

índices de liquidez razoáveis, porém com baixos níveis de endividamento. A margem, o ROI e o retorno sobre o PL são muito bons. Porém, é necessário que se avalie os custos de produção, que têm apresentado crescimento desproporcional às vendas.

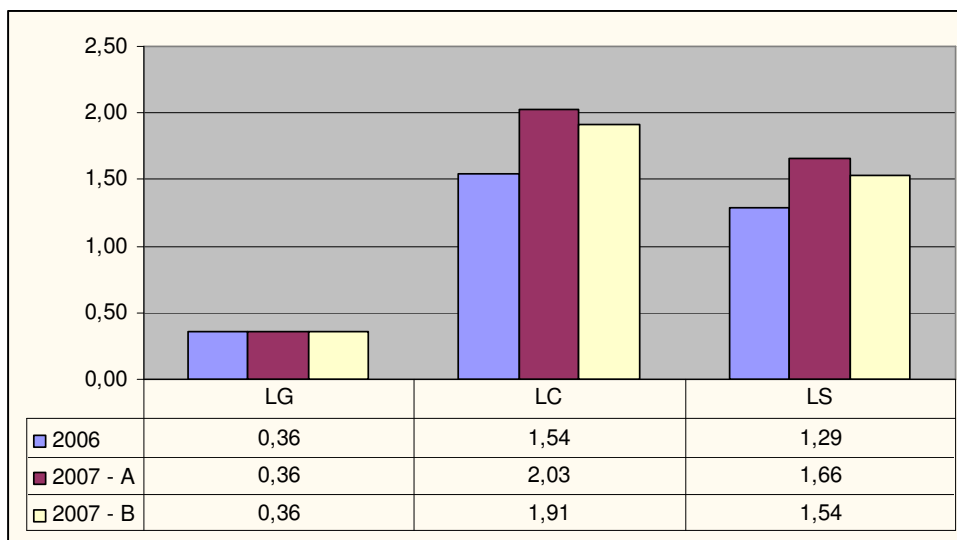
Realizadas as análises e observações do período proposto, serão apresentadas agora as tendências patrimoniais da empresa. A exemplo do estudo realizado com a Klabin, serão empregados os dois métodos de análise de tendência para o exercício de 2007: o método de variação de percentuais, denominado método “a” e o método de diferença de variáveis, denominado método “b”. Primeiramente, os indicadores de endividamento:

Gráfico 30 - Tendência do endividamento - Aracruz

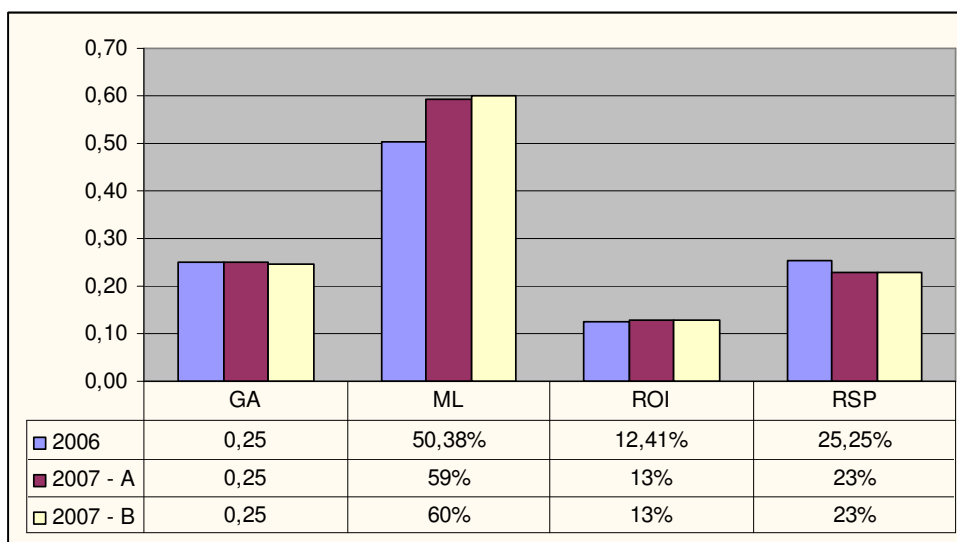


Respeitando os resultados dos índices obtidos no período, o modelo de Sá indica uma tendência de redução nos níveis de endividamento e na participação de dívidas de curto sobre as de longo prazo. Os dois métodos apresentam tendências semelhantes e de valores muito próximos.

A tendência verificada para a liquidez é de melhora, quando se observa o curto prazo, porém de estabilidade, quando se observa o longo prazo. Ou seja, a estabilidade do índice de LG e o aumento nos índices de LC e LS implica em uma situação de liquidez relativamente semelhante à de 2006, onde a capacidade de pagamento das dívidas no curto prazo é maior que se considerado o total das dívidas da empresa. Essa tendência também pode ser confirmada pela tendência acima, onde a participação das dívidas de curto prazo, representada pelo índice de CE, continua a cair.

Gráfico 31 - Tendência da liquidez - Aracruz

A seguir, serão apresentadas as tendências para a rentabilidade da empresa, com os indicadores de Giro, Margem, ROI e RSP. Neste caso, a exemplo do que o correu com o cálculo da tendência para a Klabin, será desconsiderado o exercício de 2002 para os índices de ML, ROI e RSP, devido à grande variação ocorrida no Lucro Líquido de 2002 para 2003, o que ocasiona em uma distorção no resultado do modelo, que levaria a atingir níveis fora da realidade.

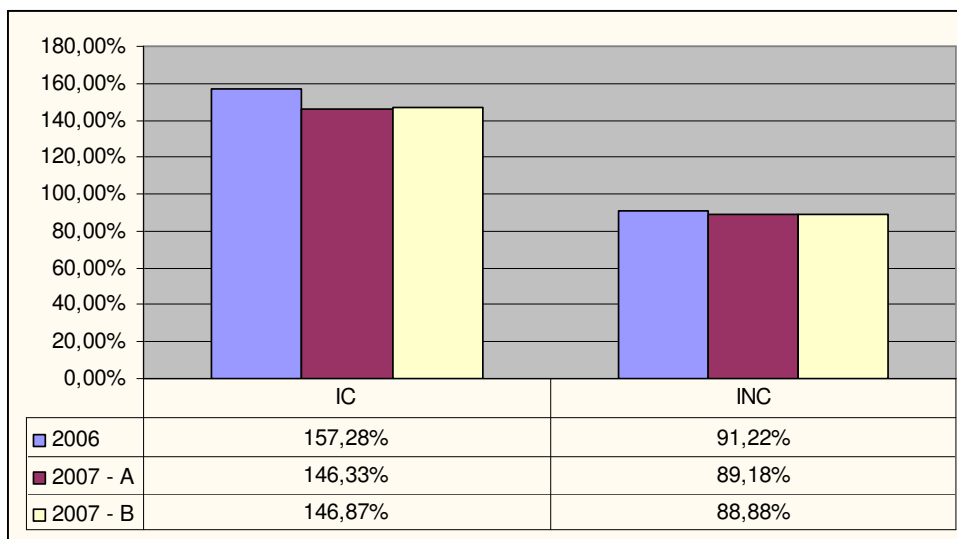
Gráfico 32 - Tendência da rentabilidade - Aracruz

A tendência apresentada é de relativa estabilidade para os índices de Giro (que continua deficiente) e de ROI. Há uma ligeira queda no Retorno Sobre o PL e um aumento na margem líquida de 10%. O aumento na margem pode ser decorrente de um aumento nas vendas líquidas, sem o respectiva aumento no lucro líquido, já que, se o lucro líquido aumentasse, a tendência dos indicadores de ROI e

de RSP seria também de aumento, não de redução. Como a tendência do endividamento exibida anteriormente é de queda, o PL não deverá sofrer reduções. Sendo assim, a hipótese mais conveniente seria a redução na receita líquida de vendas (que, alias, é a tendência observada anteriormente).

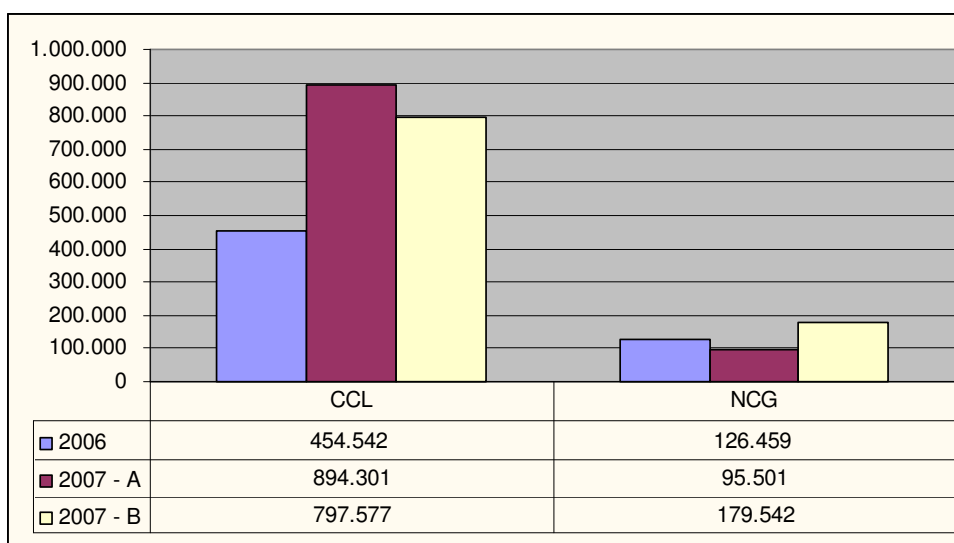
A seguir, a tendência para o nível de imobilização do capital:

Gráfico 33 - Tendência da imobilização do capital - Aracruz



A tendência observada é de queda no índice de imobilização do capital, que pode ser em decorrência de uma redução no Ativo Permanente ou de um aumento no PL. O indicador de imobilização dos recursos não correntes apresenta relativa estabilidade, com uma ligeira queda, o que significa que um aumento no Exigível a Longo Prazo pode compensar a redução no Ativo Permanente.

Finalmente, as tendências para o CCL e para a NCG apresentam-se favoráveis, com um aumento substancial no CCL e ligeiras variações na NCG. Aqui os modelos diferem um pouco da tendência para a NCG devido à grande variação ocorrida do exercício de 2003 para 2004, porém, responde às tendências observadas anteriormente.

Gráfico 34 - Tendência do CCL e da NCG - Aracruz

De posse de todos estes dados, se aplicarmos os modelos de Kanitz e de Fleuriet, o resultado será uma tendência muito favorável, com um fator de insolvência de 4,32 com base nos resultados apresentados pelo modelo “a”, 3,93 com base nos resultados apresentados pelo modelo “b” e uma avaliação “sólida” do modelo Fleuriet, para os resultados dos dois métodos de tendências, ou seja, um exercício sólido, consolidando a melhora apresentada no período estudado.

3.2.3 Suzano Papel e Celulose S/A

Como já foi apresentado anteriormente, o cenário econômico do ano de 2002 trouxe dificuldades para a indústria de papel e celulose no Brasil. De acordo com o relatório da administração da então Bahia Sul Celulose do ano em questão, “Os resultados da Companhia em 2002 foram influenciados principalmente pela forte desvalorização do Real que voltou a ocorrer em 2002 com intensidade ainda maior do que em 2001.” Entretanto, de acordo com os dados analisados no período de 2002 à 2006 é possível verificar que, embora a indústria de papel e celulose em si tenha apresentado dificuldades visíveis no início, a Suzano, em particular, apresentou um ótimo resultado.

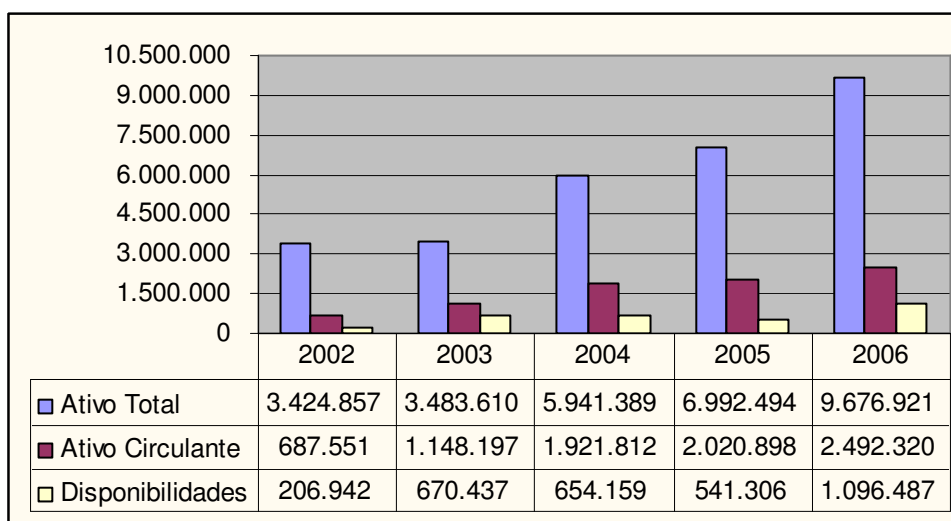
O que segue ao exercício de 2002 é um período de consolidação de investimentos e realização de outros novos, inclusive grandes projetos de expansão.

Em junho de 2004 a Cia. Suzano concluiu a operação de incorporação da Bahia Sul, que foi iniciada em maio de 2001, através da compra da totalidade das ações ordinárias da empresa. Em 2005, a empresa adquiriu, em conjunto com a VCP, o controle da Ripasa. Ainda durante o período, a empresa desenvolveu um projeto de duplicação da linha de celulose em Mucuri, ampliando a capacidade de produção para 1,65 milhão de toneladas por ano, além da execução de projetos de plantio necessário para que a expansão pudesse ser realizada.

O desempenho da empresa ao longo do período sofreu uma ligeira queda, se observado sob o ponto de vista da rentabilidade. Porém, devido a alguns fatores como a alta liquidez, a boa estrutura de capitais e a boa margem, associados ao projeto de expansão em vistas de ser concluído, é de se esperar bons resultados para a empresa nos próximos exercícios.

Em 2002, o Ativo Circulante representava 20% do total do Ativo, com um percentual de disponibilidades de apenas 6%. Com duas evoluções seguidas de 67% em 2003 e 2004, o total do Circulante passou a representar 26% do total do Ativo em 2006. As disponibilidades, no mesmo exercício, representavam 11% do total do Ativo, constituídas, principalmente, de aplicações financeiras de liquidez imediata. Aliás, devido a pela incorporação da Bahia Sul, o crescimento da empresa no período foi grande: o Ativo Total da empresa sofreu uma evolução de 283%. O Ativo Realizável a Longo Prazo, que representa apenas 5% do Ativo Total no exercício de 2006 e que não sofreu variações significativas no período, não é relevante para esta análise.

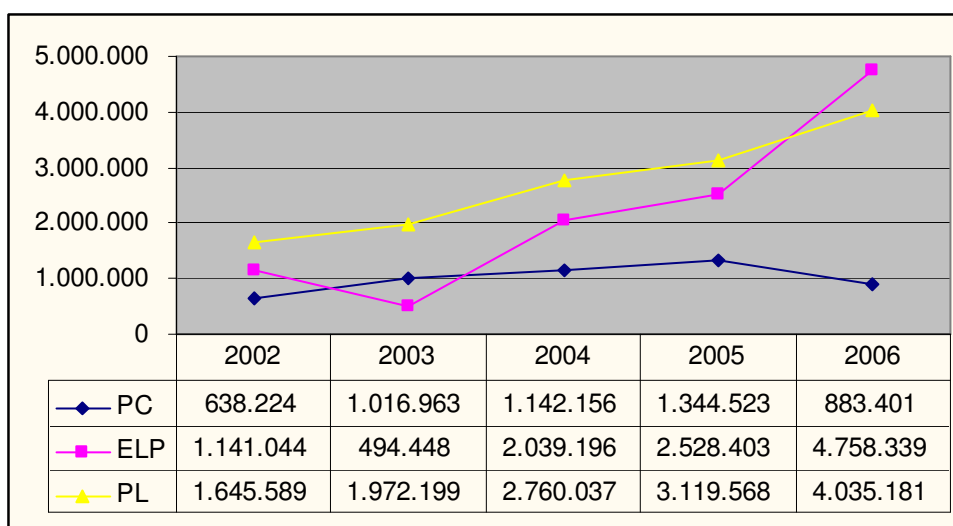
Gráfico 35 - Evolução do ativo - Suzano



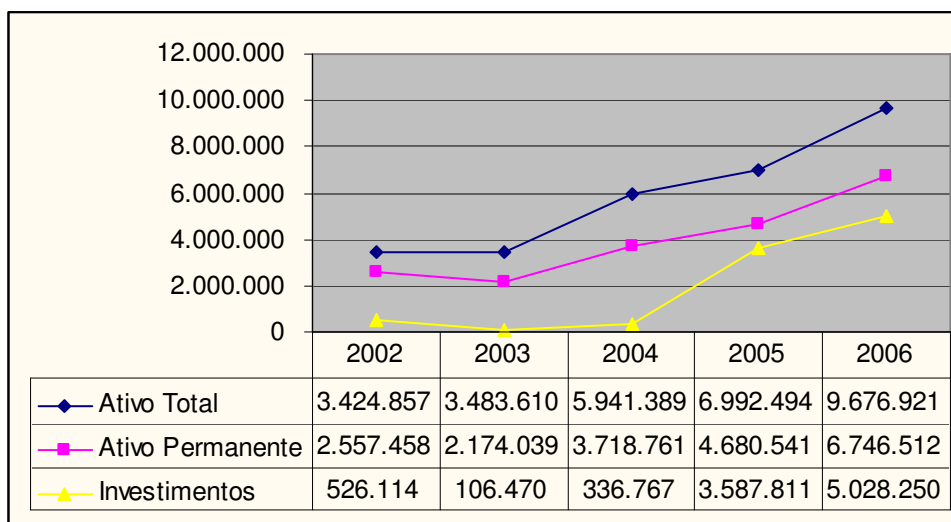
O Passivo apresentava uma composição satisfatória em 2002. O passivo circulante representava 19% do total e, composto, na maioria, por empréstimos e financiamentos. O Exigível a Longo Prazo, por sua vez, representava 33%, quase que a totalidade de empréstimos e financiamentos. O que foi observado foi uma oscilação, a princípio, desfavorável em 2003, quando essa proporção passou para 29% de passivo circulante e 14% de longo prazo. A seguir, gradativamente durante o período, esta composição sofreu uma evolução favorável, tendo apresentado seus melhores níveis em 2006: do total o passivo, as dívidas onerosas de curto prazo representam apenas 5% enquanto que as de longo prazo representam 39%.

O Patrimônio Líquido apresenta uma evolução uniformemente favorável, motivada, principalmente, pelas reservas de lucros e pelos aumentos de capitais realizados. A evolução do PL no período representa 289%.

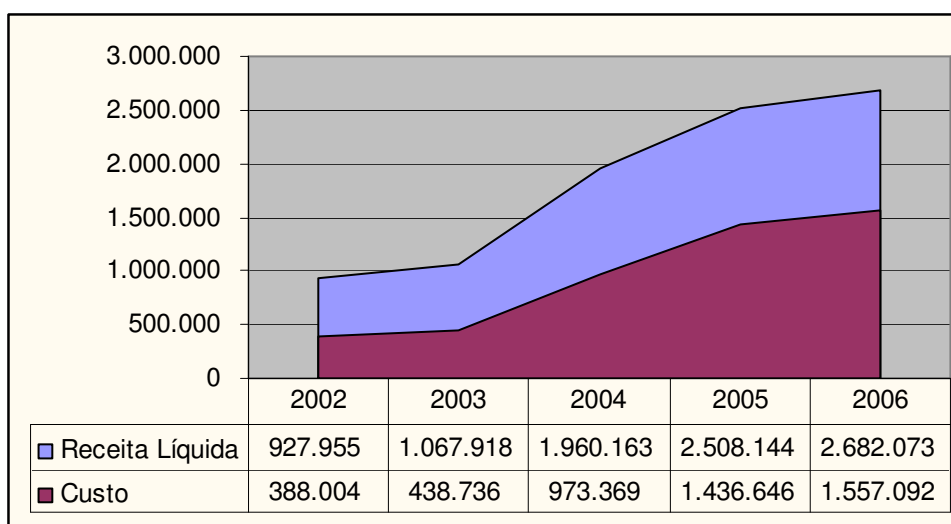
Gráfico 36 - Evolução do passivo - Suzano



No Ativo Permanente é possível notar as evoluções realizadas em decorrência dos altos investimentos realizados pela companhia. Aliás, estes investimentos foram realizados de forma que a proporção entre o Ativo Permanente e o Ativo Total não fosse alterada substancialmente, se considerado o início e o fim do período. Os maiores investimentos realizados foram: a expansão da linha de produção da unidade de Mucuri, o crescimento da base florestal, e a aquisição de parte do controle acionário da Ripasa (sendo, somente este último, US\$ 276,6 milhões).

Gráfico 37 - Evolução do permanente - Suzano

A empresa vislumbrou um crescimento constante e vigoroso na Receita Líquida de vendas ao longo de todo o período. A evolução acumulada representa 314%. Em paralelo, a evolução dos custos, a exemplo do ocorrido com as outras empresas, foi um pouco desproporcional. Em 2002, o Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos representavam 39% da Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços. Em 2005, esta proporção passou para mais de 50%, percentual repetido no ano de 2006.

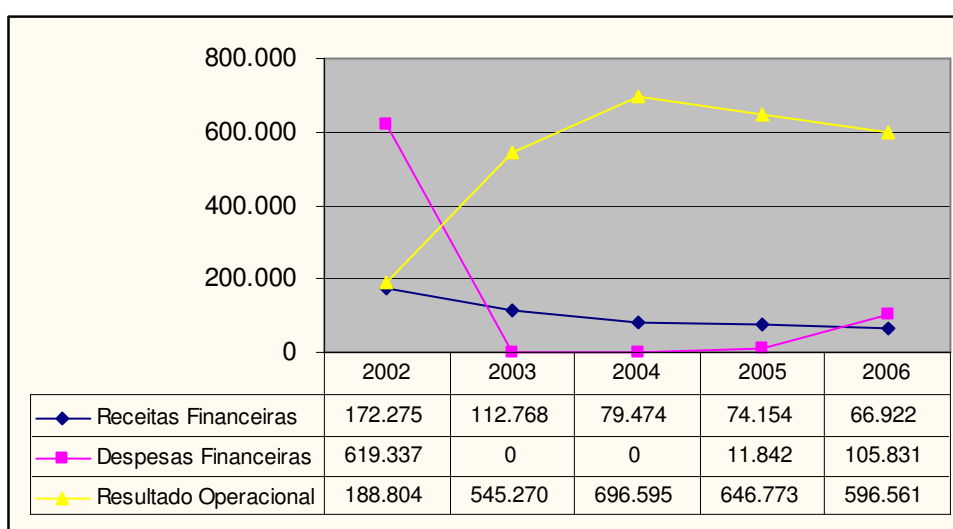
Gráfico 38 - Evolução das vendas x custos - Suzano

Assim como as outras indústrias do setor, devido às altas quantidades de financiamento (com destaque para os financiamentos em moeda estrangeira), em 2002 as despesas financeiras representavam altíssimos 67% da Receita Líquida de Vendas. Este fator completamente desfavorável foi revertido no exercício imediatamente seguinte, quando a empresa apresentou um resultado financeiro

positivo equivalente a 10% da Receita Bruta. O alto volume de aplicações financeiras realizadas, que foi exposto anteriormente, contribuiu para a compensação dos resultados desfavoráveis. Em 2006, a empresa apresenta um resultado financeiro negativo, porém representando apenas 1% do total da Receita Líquida.

As demais despesas, tanto as administrativas quanto as com vendas, apresentaram evolução proporcional à Receita Líquida ao longo de todo o período observado.

Gráfico 39 - Evolução do resultado operacional - Suzano



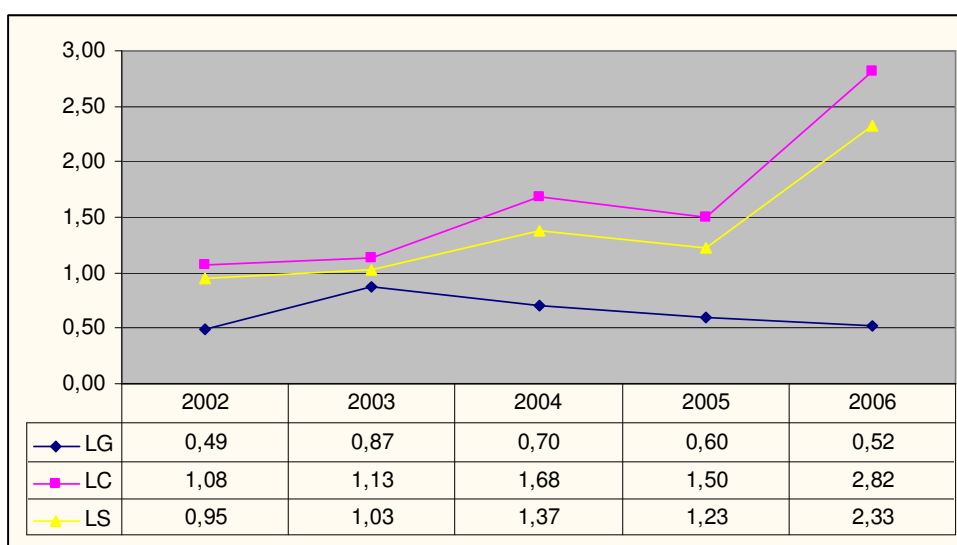
As análises efetuadas até agora foram realizadas com base na observação das análises horizontal e vertical, tanto do balanço patrimonial quanto da demonstração de resultado do exercício. Um trabalho realizado em cima dos resultados dos índices contábeis obtidos permitirá chegar a informações semelhantes às anteriores. É possível observar, por exemplo, o crescimento no nível de endividamento da empresa, porém, acompanhado de respectiva melhora na qualidade da dívida. Nota-se também uma melhora nos níveis de liquidez em geral, que serão expostos a seguir.

Como o percentual dos estoques em relação ao total do ativo é pequeno, nota-se uma grande evolução nos índices de Liquidez Corrente e Liquidez Seca, motivada principalmente pelos altos níveis de aplicações financeiras de liquidez imediata efetuadas pela empresa. Nota-se também uma tentativa de melhora no nível de Liquidez Geral durante o período, porém com uma queda no exercício de 2006, mantendo-a praticamente ao mesmo nível de 2002. Esta queda no nível de

Liquidez Geral deve-se ao alto nível de financiamentos de longo prazo realizados pela empresa.

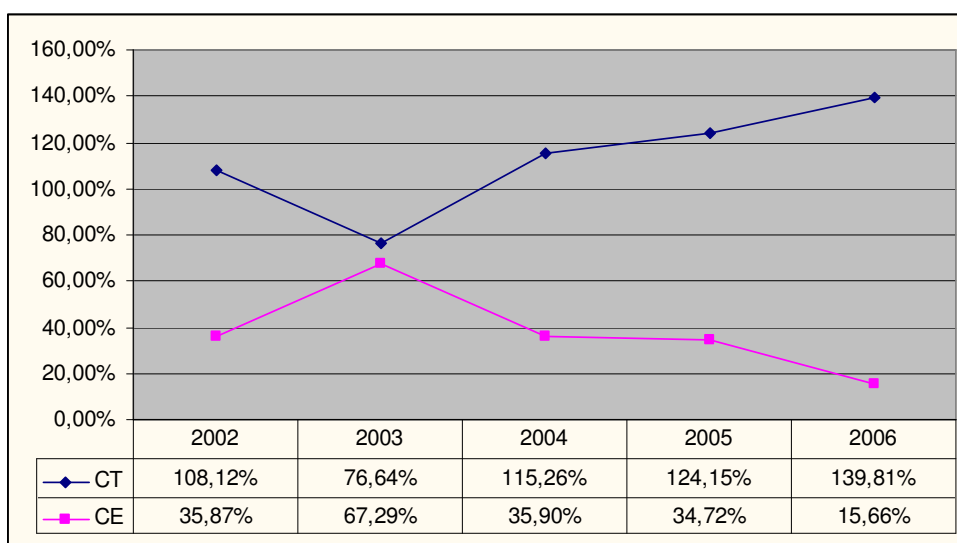
De acordo com os indicadores padrão apresentados anteriormente, podemos inferir que a situação da liquidez da Suzano Papel e Celulose S/A em 2006 está boa no curto prazo, porém, piora à medida que o fator tempo é considerado. A empresa apresenta liquidez seca boa, liquidez corrente *idem* e liquidez geral razoável. Pode ser considerada boa liquidez no geral, principalmente se levado em conta o alto nível de CCL, que será apresentado posteriormente.

Gráfico 40 - Evolução da liquidez - Suzano



O nível de endividamento vem aumentando ao longo do período e é considerado razoável em 2006.

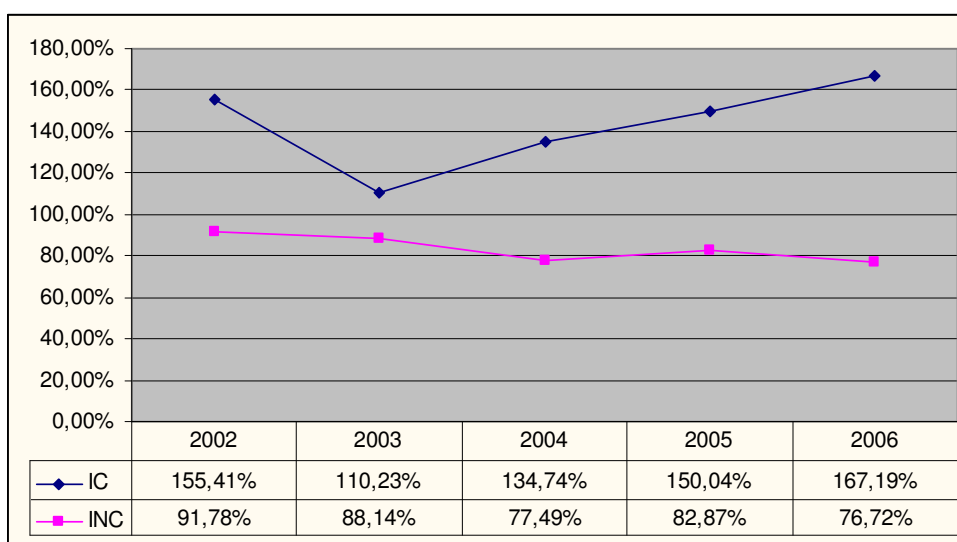
Gráfico 41 - Evolução do endividamento - Suzano



Embora este indicador seja apenas razoável, dois fatores colaboram para que ele seja atenuado: a boa liquidez e a qualidade das dívidas. O indicador de Composição do Endividamento é considerado bom para o exercício de 2006. Essas obrigações, principalmente formadas por financiamentos em moeda estrangeira, foram necessárias para viabilizar os diversos investimentos descritos que foram realizados pela empresa.

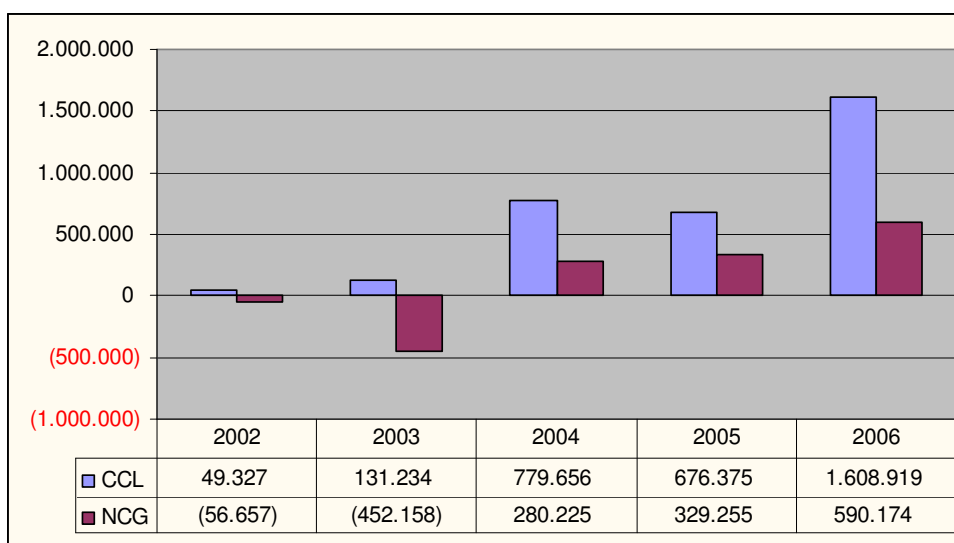
O nível de imobilização do Patrimônio Líquido é razoável, porém, a empresa possui um bom índice de imobilização dos recursos não correntes, o que indica que os financiamentos de longo prazo estão sendo utilizados com eficiência na aquisição de permanente.

Gráfico 42 - Evolução da imobilização do capital - Suzano

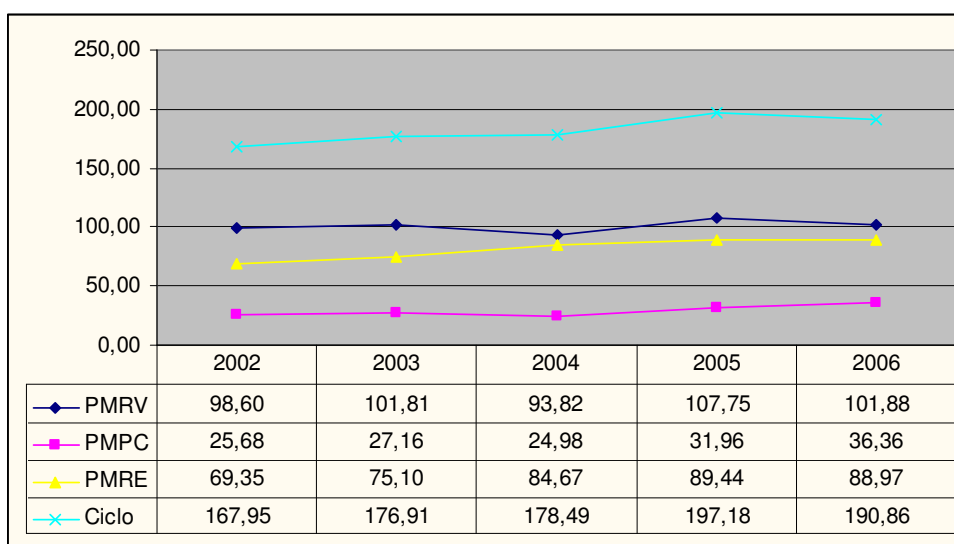


Como consequência do aumento dos índices de liquidez, motivado principalmente pelas constantes evoluções no resultado da empresa, o nível de Capital Circulante Líquido aumentou muito durante o período estudado, passando de R\$ 49.327 em 2002 para R\$ 1.608.919 em 2006, nível considerado muito bom. Uma evolução de 3262%. A necessidade de capital de giro também aumentou bastante, passando de um nível negativo em 2002 em R\$ 56.657 para uma necessidade positiva de R\$ 590.174, nível considerado deficiente.

Esta necessidade de giro, apesar de deficiente, é bem compensada pelo alto nível de CCL.

Gráfico 43 - Evolução do CCL x NCG - Suzano

Os indicadores de atividade pioraram durante o período, sendo considerado satisfatório apenas o prazo de pagamento de fornecedores. Os outros índices, o prazo de recebimento de vendas, de renovação de estoques e o ciclo operacional são considerados deficientes. O alto ciclo operacional reflete a alta necessidade de financiamento.

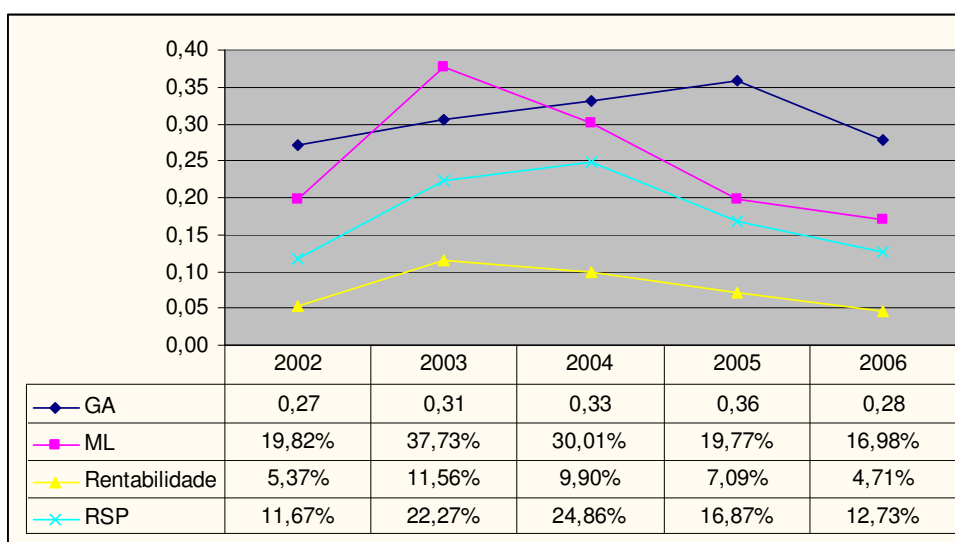
Gráfico 44 - Evolução do ciclo operacional - Suzano

Analisando as questões de rentabilidade e giro, observa-se uma oscilação no período analisado. Os índices em 2006 são iguais ou inferiores aos índices apresentados em 2002. O giro do ativo apresentou uma evolução de 2002 para 2005, seguido de queda em 2006, motivado pelo alto aumento no ativo decorrente dos investimentos. Em 2006 o GA é considerado deficiente e pode comprometer a margem de lucro futuramente.

A margem líquida é considerada satisfatória em 2006, sendo composta integralmente por resultados operacionais, não influenciada por itens como a equivalência patrimonial. Quanto à rentabilidade, a empresa apresenta índices razoáveis, tanto de rentabilidade do ativo (ROI), quanto do retorno sobre o patrimônio líquido. Uma observação deve ser realizada quanto aos índices de margem e de rentabilidade: embora estes números não possam ser considerados bons em 2006, deve-se levar em consideração que o período estudado representou um período de altos investimentos para a empresa, o que significa que os resultados decorrentes destas estratégias afetarão exercícios futuros, quando poderão contribuir ao máximo para a empresa.

Sendo assim, não se deve analisar isoladamente estes índices como sendo um fator negativo para a empresa, e sim como uma perspectiva de grande crescimento no futuro, a médio prazo.

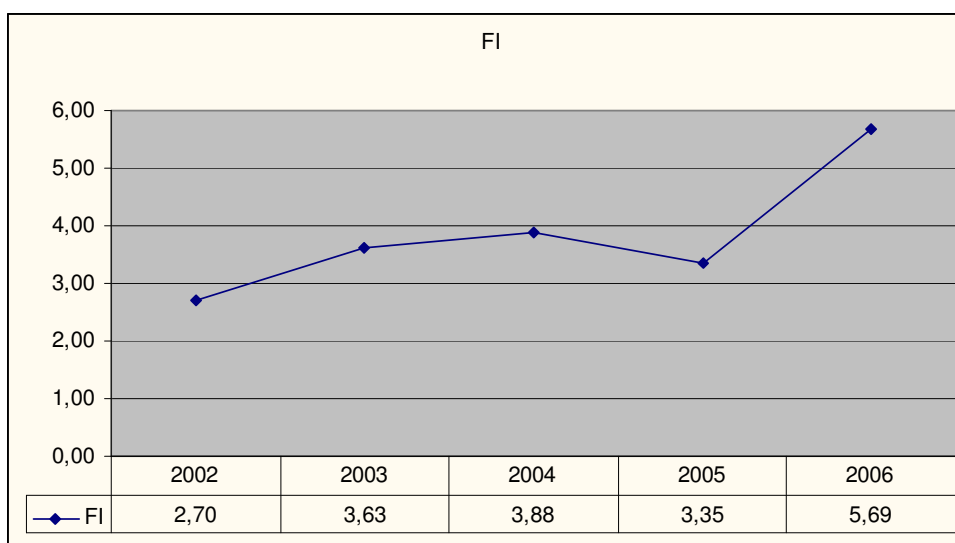
Gráfico 45 - Evolução da rentabilidade e do giro - Suzano



Assim como foi realizado com a Klabin e com a Aracruz, na análise da Suzano também foram empregados os modelos de Kanitz e de Fleuriet para conferir mais consistência aos resultados obtidos.

De acordo com o coeficiente de Kanitz é possível observar que a empresa não passou, no período observado, por dificuldades financeiras. Manteve índices predominantemente altos e com tendência de evolução favorável, apresentando o melhor resultado em 2006, com um coeficiente de 5,69. Em 2002, o coeficiente era de 2,70.

Gráfico 46 - Coeficiente de Kanitz - Suzano



Através da aplicação do modelo Fleuriet foi possível também obter os mesmos resultados das análises anteriores. O modelo e seu método de aplicação já foram abordados no primeiro capítulo. Como resultado, através do modelo Fleuriet, foram obtidas as seguintes situações, ao longo do período estudado:

- a) Em 2002 e 2003, a Suzano apresentava uma situação “excelente”, com CCL positivo e NCG negativa. Entretanto, a representatividade da empresa em termos de patrimônio era muito inferior.
- b) Nos três anos seguintes, a classificação passou a ser “sólida”, com CCL e NCG positivos, sendo o CCL maior que a NCG. Apesar da classificação ter caído, conforme já foi observado, a empresa tem grandes perspectivas de crescimento, por estar passando por uma fase de investimentos que irá beneficiar os próximos períodos.

Após estas análises, fundamentadas pela utilização dos modelos de Kanitz e Fleuriet, é possível considerar que a Suzano superou com certa facilidade o cenário econômico desfavorável de 2002, apresentando índices satisfatórios. Durante o período a empresa consolidou planos de expansão, como a aquisição da Bahia Sul, de parte do controle da Ripasa, de duplicação da capacidade produtiva da unidade de Mucuri e de multiplicação das bases florestais.

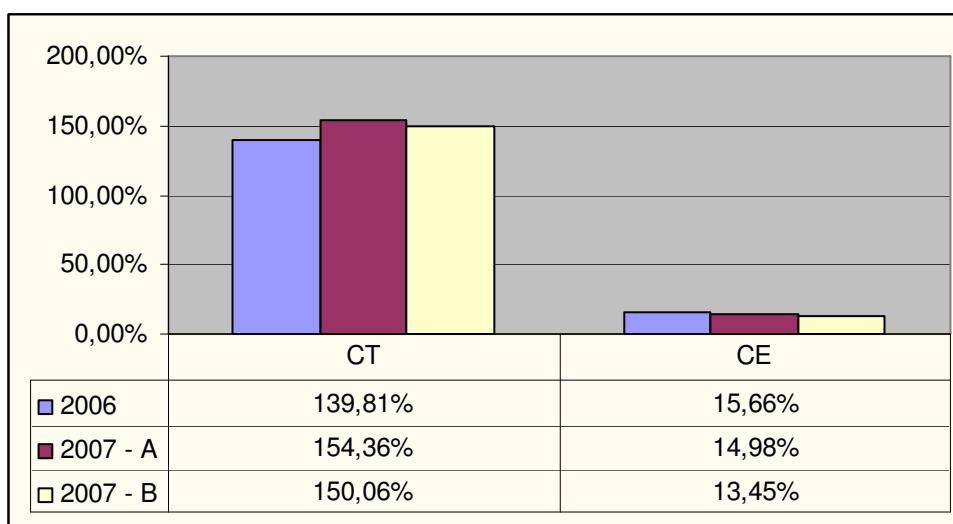
Estes investimentos reduziram um pouco alguns indicadores da empresa. Este impacto, porém, não deve ser considerado negativo. A empresa estruturou de forma consciente os financiamentos de modo a não comprometer a liquidez. Os bons

resultados apresentados também vêm contribuindo para uma boa perspectiva de crescimento.

As elevadas despesas financeiras do início foram compensadas e combatidas através da realização de aplicações de liquidez imediata, que geraram receitas financeiras, balanceando o resultado financeiro. A perspectiva de futuro após a consolidação dos investimentos realizados, que passarão a gerar resultados significativos, é de crescimento e expansão. Cabe acompanhar o mercado de papel e celulose para saber se as perspectivas econômicas também serão favoráveis para a empresa.

Realizadas as análises e observações do período proposto, serão apresentadas agora as tendências patrimoniais da empresa. A exemplo do estudo realizado com a Klabin e com a Aracruz, serão empregados os dois métodos de análise de tendência de Lopes de Sá para o exercício de 2007: o método de variação de percentuais, denominado método “a” e o método de diferença de variáveis, denominado método “b”. Primeiramente, os indicadores de endividamento:

Gráfico 47 - Tendência do endividamento - Suzano



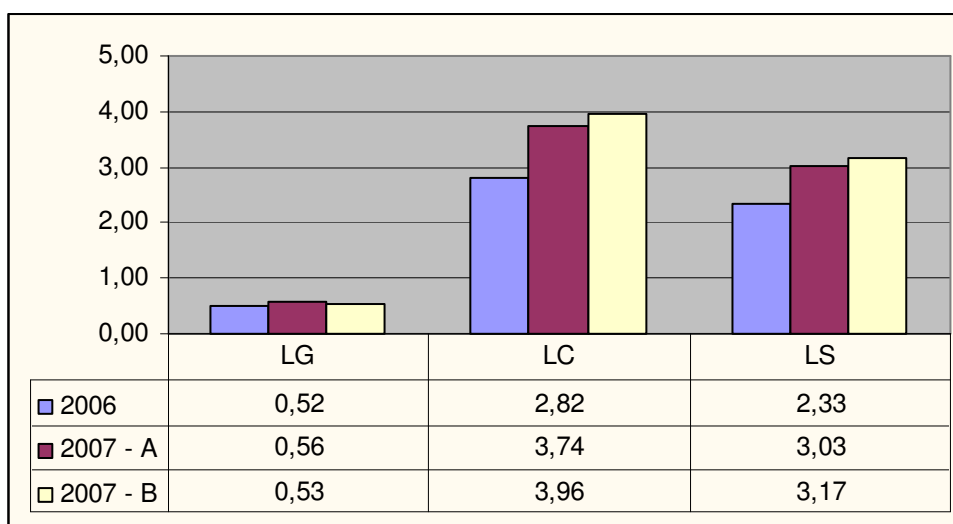
Respeitando os resultados dos índices obtidos no período, o modelo de Sá indica uma tendência matemática de aumento nos níveis de endividamento e de redução na participação de dívidas de curto sobre as de longo prazo. Os dois métodos apresentam tendências semelhantes e de valores muito próximos.

Porém, levando em consideração que os maiores investimentos já foram realizados e que já compõem integralmente o passivo da empresa, se esta não

realizar novos grandes projetos em 2007, a tendência pode ser de queda no endividamento.

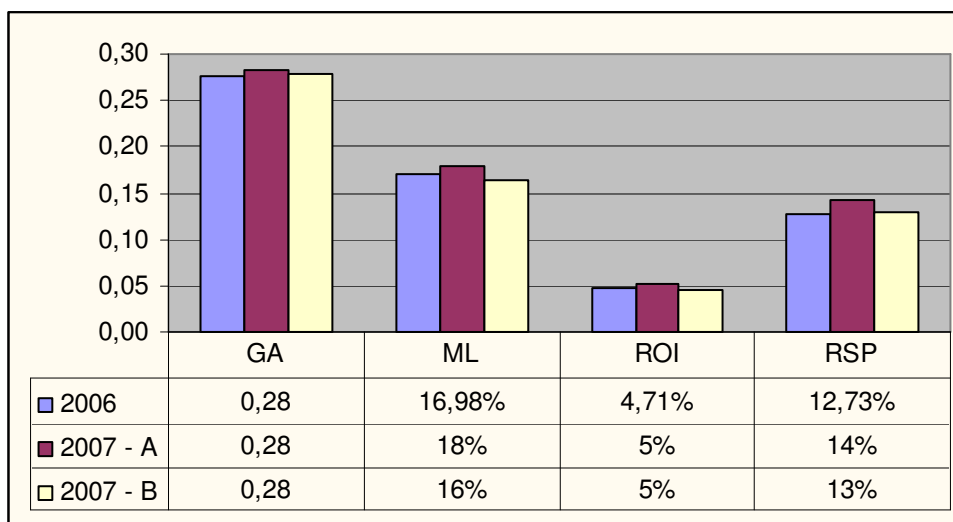
A tendência verificada para a liquidez é de melhora, quando se observa o curto prazo, porém, de estabilidade, quando se observa o longo prazo. Ou seja, a estabilidade do índice de LG e o aumento nos índices de LC e LS implica em uma situação de liquidez relativamente semelhante à de 2006, onde a capacidade de pagamento das dívidas no curto prazo é maior que se considerado o total das dívidas da empresa. Essa tendência também pode ser confirmada pela tendência acima, onde a participação das dívidas de curto prazo, representada pelo índice de CE, continua a cair.

Gráfico 48 - Tendência da liquidez - Suzano

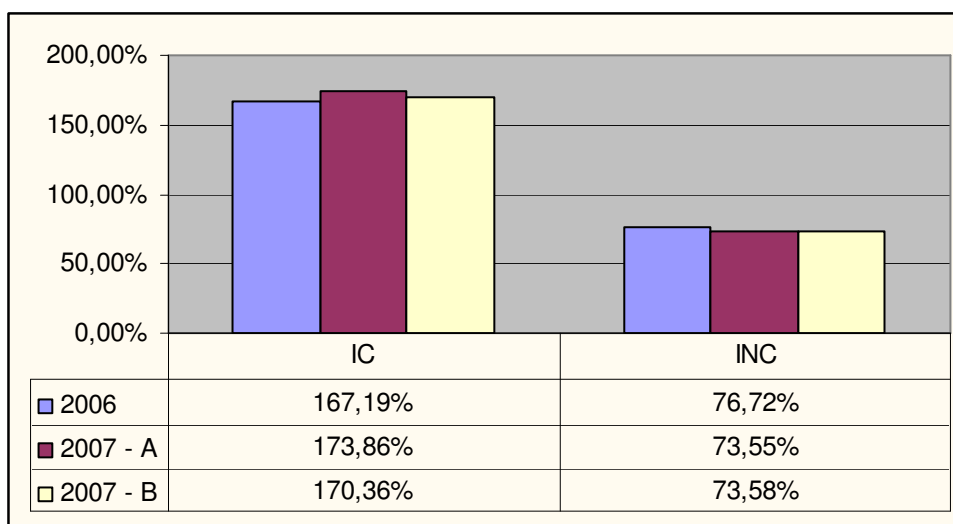


Novamente, embora as tendências matemáticas sejam de melhora, é possível que a empresa utilize a boa disponibilidade de capital apresentada em 2006 para realizar pagamentos de dívidas, o que pode implicar em um nível de liquidez estável para o ano de 2007.

A seguir, serão apresentadas as tendências para a rentabilidade da empresa, com os indicadores de Giro, Margem, ROI e RSP. As tendências matemáticas são de estabilidade. Este quadro pode mudar com a participação positiva da geração de resultado dos novos investimentos que foram realizados. Caso assim for, a tendência poderá ser então de melhora.

Gráfico 49 - Tendência da rentabilidade - Suzano

O mesmo deve ser levado em consideração ao observar a tendência da imobilização do capital. As tendências apresentadas pelo modelo são de aumento na IC e de redução na INC. Porém, se não houver novos investimentos relevantes no próximo exercício, a tendência é que este nível se estabilize, já que o PL vem apresentando aumentos constantes e não deve reduzir.

Gráfico 50 - Tendência da imobilização do capital - Suzano

As tendências para o CCL e para a NCG não serão apresentadas pelo modelo de Sá. Isto porque, como as variações apresentadas durante o período foram muito grandes, na ordem de 3262% para o CCL e 1042% para a NCG, os resultados obtidos foram visivelmente distorcidos, apresentando níveis certamente fora da realidade. Ou seja, nota-se que a eficiência do modelo, tanto pelo método “a”

quanto pelo método “b” só é obtida quando observados períodos de pouca oscilação.

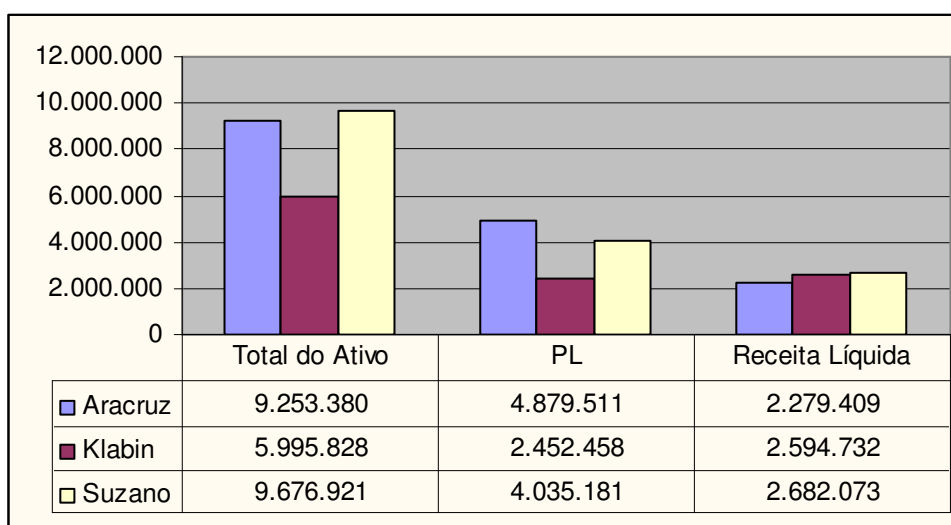
Até aqui a análise realizada foi individual. A seguir, a última parte da pesquisa tratará de realizar uma comparação entre os resultados das empresas em 2006 a fim de observar qual apresentou o melhor desempenho.

3.3 ANÁLISE COMPARATIVA

Nesta última parte da pesquisa será realizada uma comparação entre os números das empresas estudadas a fim de observar a possibilidade de verificar qual das três obteve o melhor desempenho no período. Até aqui as análises realizadas foram individuais, em comparação com os padrões que foram sugeridos. Foram estudadas também as tendências das empresas para o exercício de 2007, observando as possibilidades do cenário econômico que, conforme foi possível verificar, influencia muito o desempenho destas indústrias e de maneira praticamente generalizada.

Primeiramente será apresentado comparativamente o tamanho das empresas em 2006 de acordo com três grandezas: total do Ativo, Receita Líquida de Vendas e Patrimônio Líquido.

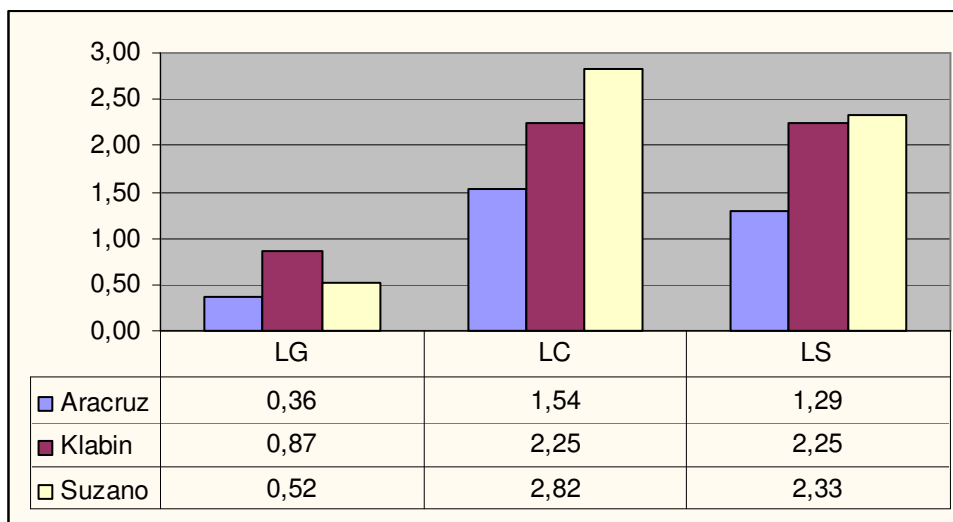
Gráfico 51 - Comparativo: porte das empresas



A Klabin, notadamente com patrimônio quase 50% inferior às demais, possui a segunda maior receita líquida de vendas, com valor muito próximo ao da primeira, pertencente à Suzano.

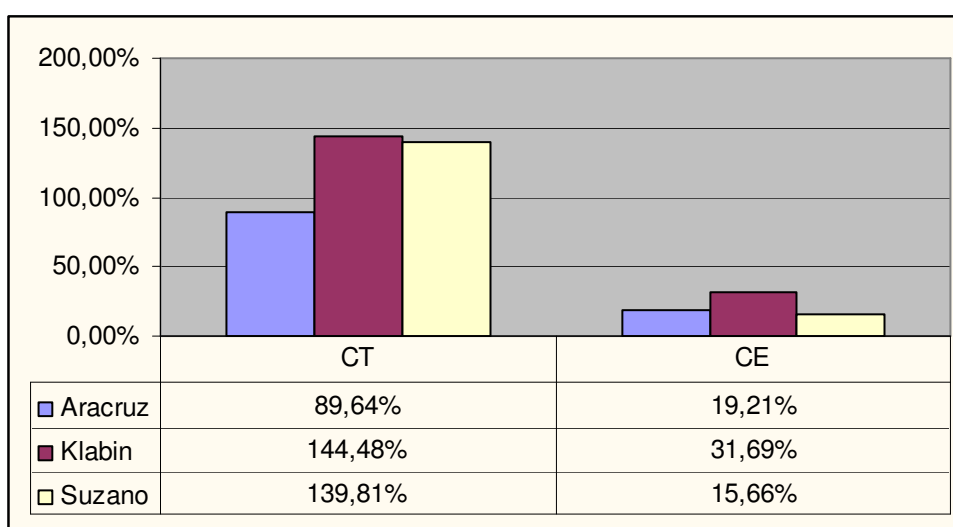
A seguir, o comparativo dos índices de liquidez das empresas:

Gráfico 52 - Comparativo: liquidez



A Aracruz apresenta o menor nível de liquidez; a Klabin tem uma liquidez relativamente boa se observado o longo prazo, enquanto a Suzano apresenta os maiores níveis de liquidez no curto prazo. Deve-se ressaltar que a análise da liquidez, assim como dos outros índices já foi realizada anteriormente, e que este capítulo tratará apenas de realizar a comparabilidade das empresas. A seguir, os níveis de endividamento:

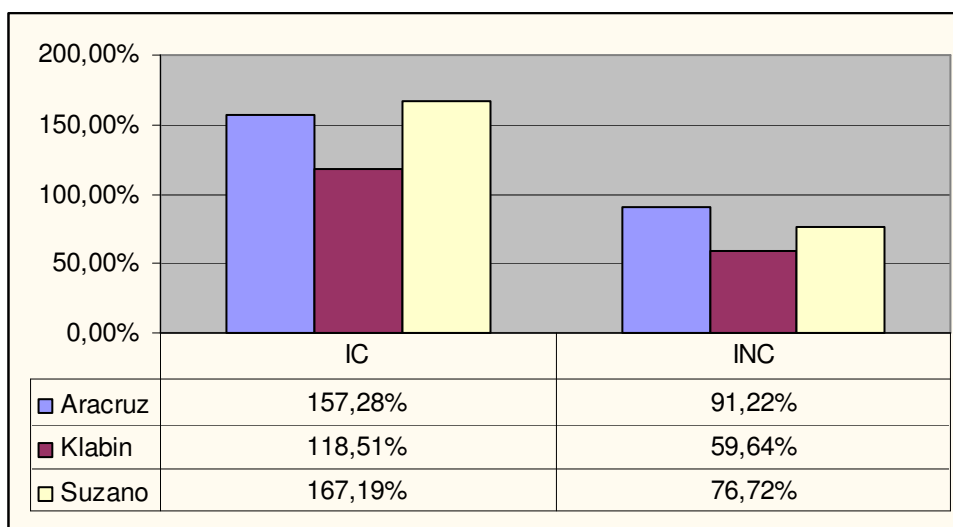
Gráfico 53 - Comparativo: endividamento



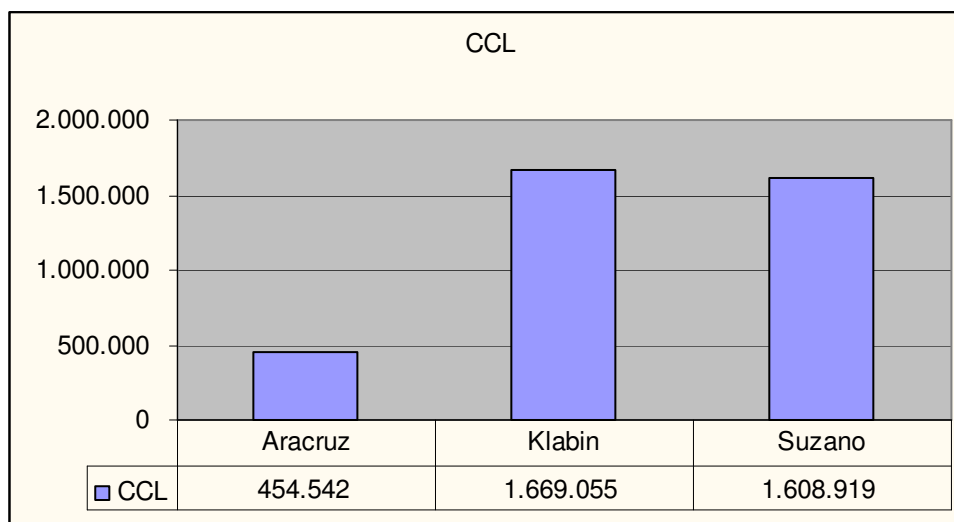
Apesar de possuir o menor nível de liquidez, a Aracruz possui o menor grau de endividamento devido ao alto Patrimônio Líquido, que é o maior entre as três. O maior endividamento é o da Klabin, com participação relativa de curto e longo prazo pior (este índice foi considerado apenas razoável nas análises realizadas anteriormente).

A seguir, os níveis de imobilização do capital:

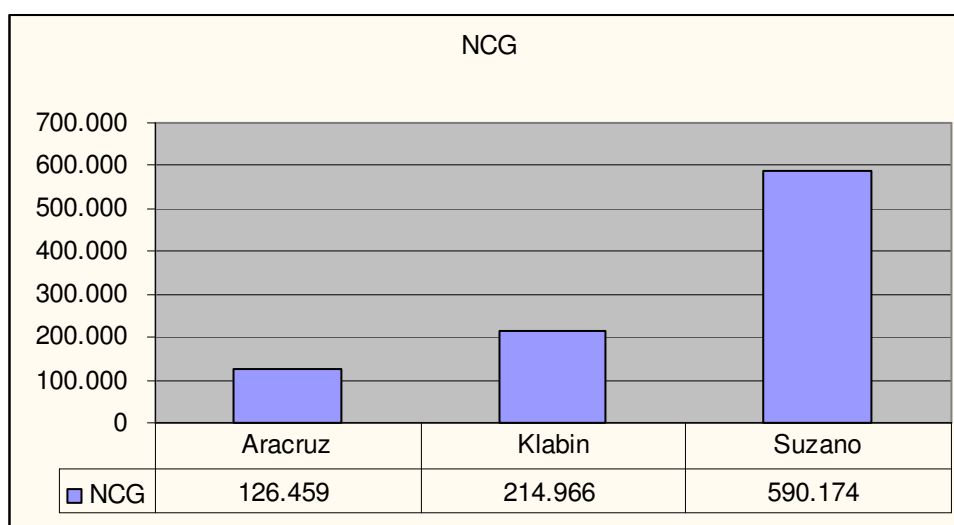
Gráfico 54 - Comparativo: imobilização do capital



A Klabin apresenta o melhor índice de imobilização do capital entre as três, reflexo também da baixa quantidade de ativo total na comparação anterior. A Aracruz e a Suzano possuem índices equivalentes, apresentando classificações opostas entre os índices de Imobilização de Capital e Imobilização dos Recursos não Correntes. Em seguida, a comparação do Capital Circulante Líquido das empresas:

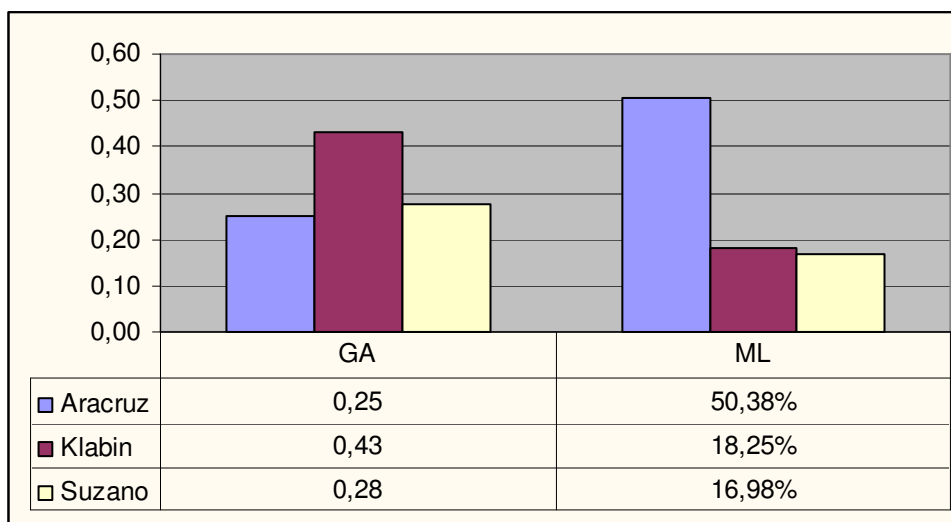
Gráfico 55 - Comparativo: CCL

Como reflexo dos índices de liquidez, a Aracruz apresenta o nível mais baixo de Capital Circulante Líquido, enquanto o melhor índice apresentado é o da Klabin. Complementando esta informação, abaixo está relacionada a Necessidade de Capital de Giro:

Gráfico 56 - Comparativo: NCG

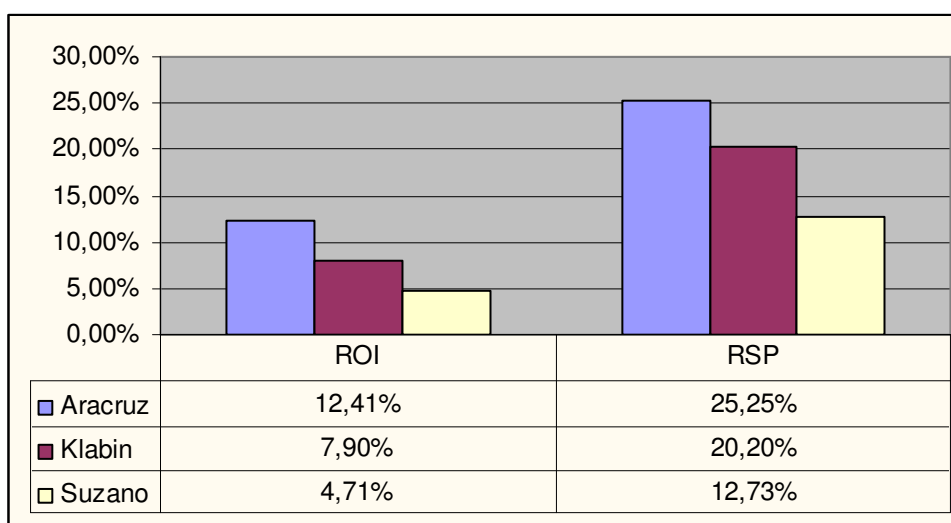
Através das informações apresentadas é possível verificar que a empresa que possui a melhor relação CCL x NCG é a Klabin. Enquanto apresenta um nível de NCG pouco menor que duas vezes o nível da Aracruz, o CCL daquela é quase quatro vezes superior ao desta. Já a Suzano apresenta um nível de NCG muito alto se comparado ao CCL.

A seguir, a comparação do giro e da rentabilidade das empresas:

Gráfico 57 - Comparativo: giro e margem líquida

O melhor giro apresentado é o da Klabin, resultado de altas vendas líquidas se comparado ao total do ativo (vide a primeira comparação realizada). A melhor margem, em um primeiro momento, é da Aracruz. Porém, conforme verificado nas análises realizadas anteriormente, este resultado é fortemente influenciado por um resultado alto de equivalência patrimonial. Se considerada a média do resultado da equivalência patrimonial das outras empresas, a margem cairia pela metade. Se fosse desconsiderada, o resultado seria equivalente ao da Klabin.

A seguir, o ROI e o Retorno Sobre o PL:

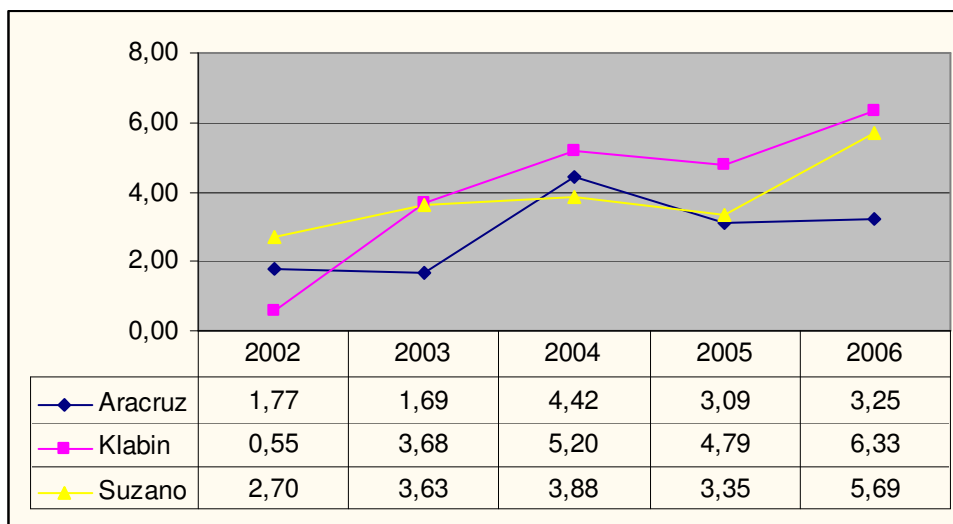
Gráfico 58 - Comparativo: ROI e retorno sobre o PL

Na comparação dos índices de retorno, também deve ser levado em consideração a observação feita anteriormente quanto ao resultado da equivalência patrimonial, que é o mesmo motivo de a Aracruz ocupar o primeiro lugar entre estes

índices. A Klabin possui bons indicadores desta categoria, principalmente se levado em consideração que possui o maior giro entre as três.

A seguir será apresentada a comparação do resultado da aplicação do coeficiente de Kanitz:

Gráfico 59 - Comparativo: coeficiente de Kanitz



Através deste coeficiente, verifica-se que todas as empresas estão em níveis seguros de solvência. Porém, é importante observar a disparada da Klabin, que apresentava um índice muito baixo em 2002, passando para a primeira posição em 2006. A Suzano e a Aracruz perderam posições neste coeficiente, passando de primeiro e segundo lugar em 2002 para segundo e terceiro, respectivamente, porém, também apresentando evoluções no índice. Entretanto, a posição da Suzano é de forte disputa com a Klabin, com tendências de superação para 2007.

Para que seja possível inferir algo sobre o desempenho das entidades comparativamente, é importante observar também os resultados aplicados pelo modelo de Fleuriet que, como já foi exposto anteriormente, permite realizar análises seguras e confiáveis sem a necessidade de interpretações mais complexas. O significado de cada classificação também já foi apresentado anteriormente.

A Aracruz apresentou nos dois primeiros anos do período classificação “Arriscada”, seguida de “Sólida” nos três finais; A Suzano apresentou nos dois primeiros anos classificação “Excelente”, seguida de “Sólida” nos três finais e a Klabin apresentou classificação “Ruim” no primeiro ano, seguida de “Excelente” no segundo, “Sólida” no terceiro e repetindo as duas últimas na mesma ordem nos dois anos finais.

Hipoteticamente trabalhando com estes resultados, se atribuíssemos arbitrariamente notas de 0, para “Péssima” à 5, para “Excelente”, a soma dos resultados ano a ano apontaria que o melhor desempenho pertenceu à Suzano, somando 22 pontos, seguida da Klabin, com 19 e Aracruz, com 18.

É importante, entretanto, considerarmos um ponto a ser observado nesta questão: a incorporação da Bahia Sul pela Suzano ocorreu apenas em 2004. Sem dúvidas, este acontecimento distorce de certo modo a comparabilidade dos resultados. Se considerássemos para efeitos de comparabilidade apenas o período em que as duas entidades passaram a ser uma, ou seja, os três anos finais, o resultado seria diferente, apresentando quase que um empate: A Klabin viria em primeiro com 13 pontos seguida da Suzano e da Aracruz empatadas com 12. Cautelosamente não devemos afirmar que apenas a incorporação da Bahia Sul pela Suzano levou à distorção dos resultados. Recapitulando as análises efetuadas anteriormente, foi possível observar que o período de 2002 – 2003 foi de grande instabilidade econômica, prejudicando sobremaneira as empresas que possuíam financiamentos em moeda estrangeira em decorrência da supervalorização do câmbio.

Recapitulando ainda as análises anteriores, foi discorrido sobre a característica do setor de papel e celulose: um setor caracterizado por ser um oligopólio, produtor de *commodities*, cujos preços – e por consequência, resultados – são ditados pelo cenário internacional.

Sendo assim, podemos afirmar que o fator determinante para atingir o melhor ou pior desempenho durante o período estudado foi a maneira como cada empresa reagiu à crise econômica, suas estratégias, planos de investimento e expansão, políticas de financiamento e de diversificação de produtos, em um mercado onde a homogeneidade destes é certa.

Levando em consideração todas estas observações, podemos chegar à opinião de que, quanto ao desempenho destas empresas sob a ótica contábil, a Klabin e a Suzano apresentam os melhores resultados: a primeira por ter conseguido estrategicamente mudar completamente a situação desfavorável inicial, passando a apresentar ótimos indicadores nos anos subsequentes e a segunda por ter, mesmo após uma grande incorporação, apresentado números consistentes, sem ter apresentado, em qualquer momento, sinais de dificuldades financeiras.

A Aracruz, segundo os mesmos critérios, ficaria muito pouco atrás das duas concorrentes. Porém, como afirmou o Prof. Vaini, a contabilidade não é passado: ela é futuro; e sua essência não está no escritural, mas na própria conjuntura econômica, responsável pelas variações no patrimônio das entidades. Devemos então considerar que a empresa poderá apresentar resultados muito favoráveis nos próximos exercícios, que podem ser motivados, principalmente, pela maturação do investimento realizado na aquisição de parte da Veracel.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve por objetivo analisar o desempenho financeiro das indústrias de papel e celulose no Brasil. Para tanto, foi utilizado o método da Análise de Balanços, à luz da Ciência Contábil, que é a ciência responsável por estudar, mensurar, analisar e interpretar o efeito dos eventos econômicos no patrimônio das entidades, orientada por seus princípios fundamentais. Na responsabilidade de controlar o patrimônio, a Ciência Contábil demonstra sua autonomia, provendo os usuários de informações quantitativas e qualitativas para a tomada de decisões, envolvendo questões presentes, passadas e futuras e zelando pela continuidade empresarial.

Para que fosse possível a análise e interpretação dos dados coletados, a pesquisa inicialmente procurou apresentar conceitos básicos sobre a contabilidade, seu objeto, o patrimônio, e seus princípios, que devem sempre ser observados cautelosamente para que o objetivo desta ciência seja atingido. Após estes conceitos, as principais demonstrações contábeis foram apresentadas, já que é baseado nestas demonstrações que a técnica de Análise das Demonstrações Contábeis é aplicada.

Em seguida, alguns métodos de análise foram apresentados, reforçando a idéia de que é fundamental a utilização integrada de alguns deles para que os resultados das análises sejam consistentes. Em suma, os métodos básicos e que devem ser aplicados em conjunto são a análise através de índices e a análise horizontal e vertical. Foi demonstrada também a importância da utilização de indicadores padrão como referência na interpretação de índices. Com base neste conceito, um modelo de preparação de indicadores padrão foi apresentado e aplicado com as indústrias do setor observado.

Algumas outras técnicas mais avançadas foram apresentadas como sugestão para análise conjunta com as anteriores, com o objetivo de reforçar o estudo realizado, as quais, o Modelo Fleuriet e a Análise de Capital de Giro e o Coeficiente de Kanitz, um indicador premeditor de falências.

Sustentada pela necessidade de se conhecer o futuro do patrimônio e o resguardo da continuidade, foi introduzido na pesquisa um modelo de análise da tendência patrimonial proposto pelo professor Lopes de Sá. Este modelo foi empregado, apresentando resultados satisfatórios e mostrando ser uma ferramenta interessante, mas que deve ser utilizada com cautela e bom senso, assim como tantos outros métodos que visam antecipar o futuro, destacando-se entre eles a técnica de interpretação de gráficos aplicada no mercado de capitais.

Na segunda parte da pesquisa, o setor de papel e celulose foi conhecido e foram apresentadas as empresas selecionadas para análise. Produtor de *commodities*, bens com preços definidos pelos mercados internacionais, este setor é caracterizado por ser um oligopólio. Seus resultados são fortemente influenciados pelo cenário econômico, produzindo um efeito linear sobre suas indústrias, que devem estar sempre bem preparadas para enfrentar períodos de baixa nos preços.

Altamente dependentes de financiamentos e obrigadas a enfrentarem uma política de empréstimos nacionais escassos e de alto custo, estas empresas são constantemente levadas à procurar capital estrangeiro, o que também não deixa de apresentar um alto risco, já que as dívidas ficam atreladas às oscilações do câmbio. E foi exatamente o que foi observado no primeiro ano do período estudado: com a supervalorização do dólar, as empresas viram suas despesas financeiras crescerem drasticamente, passando por um período de dificuldades consideráveis.

Ainda em relação ao setor, encontramos também a questão ambiental, que é de extrema importância. A Ciência Contábil busca, inclusive, através da Contabilidade Ambiental, mensurar quais são os impactos e as ações que as empresas tomam mediante este problema. Sob o ponto de vista da contabilidade, observando sempre o conservadorismo, impactos ambientais são geradores de contingências que, dependendo da gravidade, podem vir a afetar a continuidade dos negócios. Sob o ponto de vista de responsabilidade social, estas indústrias buscam, através de tecnologia e pesquisa, alternativas que possam mitigar os impactos deste tipo de atividade na sociedade. Inclusive, ser reconhecida como indústria ecologicamente correta virou sinônimo de diferenciação dos produtos produzidos, que geralmente são de pouca diversificação.

Na terceira parte da pesquisa, ao desenvolver a análise baseada no levantamento realizado anteriormente, as três empresas apresentaram

características contábeis qualitativas e quantitativas que observou-se ser, de certo modo, uniformes para todo o setor. Tais características observadas são as seguintes:

- a) é uma indústria demandante de altos financiamentos, particularmente em moeda estrangeira, o que pode tornar os resultados voláteis em períodos de grande oscilação cambial;
- b) esta alta necessidade de financiamentos leva, frequentemente, a apresentar um nível de capital de terceiros superior ao capital próprio;
- c) tem grande parte de sua produção destinada ao mercado externo, o que reforça a dependência do cenário econômico mundial para geração de bons resultados;
- d) por serem os financiamentos necessários frequentemente altos, o prazo de retorno para a empresa apresentar resultados satisfatórios relativos a estes investimentos torna-se longo;
- e) devido à alta quantidade de financiamentos de longo prazo e ao nível de estoque relativamente baixo, geralmente o índice de liquidez geral destas indústrias será baixo, enquanto a liquidez corrente tende a ser alta e próxima da liquidez seca;
- f) a necessidade de possuir florestas próprias, frente à questão ambiental, e a característica das máquinas empregadas nas linhas de produção, levam estas empresas a imobilizar muito além do Patrimônio Líquido;
- g) quanto à questão ambiental há tantos outros aspectos que podem ser observados sob a ótica da Contabilidade Ambiental, que não foi abordada neste estudo;
- h) devido à alta necessidade de ativo permanente, a tendência do *Return On Investment* é apresentar-se baixo; idem para o giro do ativo (que reflete o que foi apresentado no item C acima).

Na terceira parte da pesquisa foram preparados os indicadores padrão, com base no método exposto pelos autores citados no primeiro capítulo. Para tal, foram utilizadas demonstrações financeiras de oito empresas diferentes que representam a grande maioria do mercado de papel e celulose.

De posse dos indicadores padrão, cada empresa a ser estudada foi avaliada individualmente. A análise das Demonstrações Financeiras destas entidades revelou um momento inicialmente turbulento para o setor, seguido de uma forte recuperação no exercício seguinte e de um bom desempenho, na média, da metade até o final do período. Aqui, o método de análise da tendência patrimonial, também estudado no primeiro capítulo, foi aplicado com grande sucesso, demonstrando boas perspectivas para o exercício seguinte ao último ano analisado. É importante salientar que, assim como o autor do método observou ao dizer que este deve ser empregado com bom senso, notamos que o seu emprego não deve ser realizado em casos de grandes variações nos índices entre os exercícios, o que levaria a apresentar resultados fora da realidade. Um exemplo deste caso foi o nível de CCL da Suzano, que teve uma evolução de mais de 3200% no período analisado, e que para uma projeção apresentaria um número excessivamente alto.

Posteriormente, após ser realizada a análise comparativa, podemos destacar o desempenho da Klabin, que saiu de uma situação muito desfavorável diretamente para uma situação de solidez nos resultados, demonstrando alta liquidez e grande capacidade de negociação de seus passivos e para a Suzano, que apresentou plenitude de bons resultados, tendo superado com certa folga as dificuldades de 2002. Deve-se atentar que as considerações postas foram realizadas com base na análise dos cinco anos em que compreenderam o período de estudo proposto.

Finalmente, os objetivos propostos e atingidos pela pesquisa foram: analisar a performance financeira da indústria de papel e celulose no Brasil; sugerir indicadores padrão como forma de comparabilidade de análise e realizar projeções dos indicadores para o exercício de 2007. Este trabalho ainda demonstrou como a Contabilidade pode se utilizar de técnicas e métodos cientificamente elaborados, que correta e adequadamente aplicados, podem fornecer informações úteis e diversas sobre o que é seu objeto de estudo e interesse da sociedade: o patrimônio.

REFERÊNCIAS

ARACRUZ CELULOSE S.A.. **Relatório de Sustentabilidade 2005**. Disponível em: <<http://www.aracruzcelulose.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CELULOSE E PAPEL – BRACELPA. Disponível em: <<http://www.bracelpa.com.br>>. Acesso em: 23 mar. 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**: Um enfoque econômico-financeiro. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 23 mar. 2007.

BRAGA, Roberto; NOSSA, Valcemiro; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 15, n. esp., p. 51-64, jun. 2004.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15/12/1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 10 mai 2007.

CONSELHO REGIONAL DE CONTABILIDADE DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Demonstrações Contábeis: Estruturação e Normas**. 3. ed. São Paulo: [s.n.], 2002.

CORREA, Wilson José. **Análise de indicador preditivo de desempenho econômico**: um estudo de adequabilidade do indicador Kanitz-Morante como ferramenta preditora do desempenho econômico das empresas industriais. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Hollanda. **Novo Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa**. 3. ed. Curitiba: Positivo, 2004.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O Modelo Fleuriet**: A dinâmica financeira das empresas brasileiras. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

FONSECA, Jairo Simon de; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Curso de Estatística**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1980.

FRANCO, Hilário. **Estrutura, Análise e Interpretação de Balanços**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 1976.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBES, ATUARIAIS E FINANCEIRAS - FIPECAFI. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GAZETA MERCANTIL. Balanço anual 2006. São Paulo, n.30, 2006. Suplemento.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HERCKERT, Werno; SILVA, Rodrigo Antonio Chaves da. O futuro da riqueza: análise da tendência patrimonial. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 35, n. 161, p. 83-97, set.-out. 2006.

HERRMANN JÚNIOR, Frederico. **Contabilidade Superior**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1958.

HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Vozes, 1977.

INSTITUTO BRASILEIRO DE CONTADORES – IBRACON. **Princípios Contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

_____. **Contabilidade Gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____; MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade Para Não Contadores**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. **Teoria da Contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

_____; MARTINS, Eliseu; KANITZ, Stephen Charles *et al.* **Contabilidade Introdutória**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

KLABIN S.A.. Diretoria de Comunicação e Responsabilidade Social. **Relatório de Sustentabilidade 2006**. Disponível em <<http://www.klabin.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

LOPES DE SÁ, Antonio. **Análise de Balanços ao Alcance de Todos**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1978.

_____. **Análise de Balanços e Modelos Científicos em Contabilidade**. Disponível em <<http://www.lopesdesa.com.br>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

_____; LOPES DE SÁ, Ana Maria. **Dicionário de Contabilidade**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

_____. **Importância das Análises da Velocidade do Patrimônio Circulante**. Disponível em: <<http://www.lopesdesa.com.br>>. Acesso em: 09 abr. 2007.

_____. **Introdução à Análise de Balanços**. Rio de Janeiro: Ed. Tecnoprint. 1981.

_____. **Teoria da Contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MASI, Vincenzo. **Ragioneria Generale**. 3. ed. Padova: Cedam, 1942.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Papel e Celulose: Diagnóstico**. Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>. Acesso em: 20 mar. 2007.

O MERCADO de papel e celulose. **Revista FAE Business**, Curitiba, n. 1, nov. 2001. Disponível em: <<http://www.fae.edu>>. Acesso em: 20 mar. 2007.

PELAES FILHO, Oswaldo. **Aracruz Celulose S.A.:** Avaliação da empresa e análise de seus direcionadores de valor. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. **Demonstrações Financeiras:** Abrindo a Caixa-Preta. São Paulo: Atlas, 1997.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

SOUZA, Roberta Lourenço de; OLIVEIRA, Meire Jane Lima de. **Análise do Setor de Papel e Celulose de Mercado na Década de 90:** Mundo, Brasil e Bahia. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

SUZANO PAPEL E CELULOSE. **Relatório de Sustentabilidade 2005.** Disponível em: <<http://www.suzanoholding.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

_____. **Transcrição da Teleconferência Resultados 4T06.** Disponível em: <<http://www.suzanoholding.com.br>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

TAVARES, Francisco Cláudio. **Nas sombras do deserto verde – impactos socioambientais no setor de papel e celulose:** o caso da Bahia Sul. São Paulo, 2005. Tese (Doutorado em Ciências Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

VAINI, Luiz Carlos. **Teoria da Contabilidade**, 28 de ago. de 2007. Notas de Aula.

VALOR ECONÔMICO. **A Indústria de Celulose e Papel.** Disponível em: <<http://setorial.valor.com.br>>. Acesso em: 20 mar. 2007.