

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

Cassiano Lautert Cruz

**Análise econômico-financeira de empresa de comércio de
hortifruti e gêneros alimentícios LTDA**

Porto Alegre

2013

Cassiano Lautert Cruz

**Análise econômico-financeira de empresa de comércio de
hortifruti e gêneros alimentícios LTDA**

Trabalho de conclusão de Curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: José Eduardo Zdanowicz

Porto Alegre

2013

Cassiano Lautert Cruz

**Análise econômico-financeira de empresa de comércio de
hortifruti e gêneros alimentícios LTDA**

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Orientador – Prof. Dr. José Eduardo Zdanowicz – UFRGS

Prof. – UFRGS

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo amor e empenho em educar, sempre presentes.

À minha família, irmãos, tio e avós pelo carinho e orgulho a mim dedicados.

À Camila, meu amor, pelo suporte e exemplo em estudar.

Ao amigo, mentor, sócio, chefe e jogador de pôquer Raul, pelas orientações e oportunidades.

Ao professor Zdanowicz, pela inabalável vocação em ensinar e produzir conhecimento.

RESUMO

O presente trabalho apresenta a análise-econômica de uma empresa de comércio de hortifruti e gêneros alimentícios estabelecida no CEASA/RS. São revisados conceitualmente os principais indicadores econômicos e financeiros de curto e longo prazo e também os pontos de equilíbrio e fechamento, formação do preço de venda com base no método *DuPont* e avaliação do valor de mercado da empresa pelo modelo do Fluxo de Caixa Descontado. As informações geradas possibilitam concluir aspectos sobre a empresa, contribuindo para sua gestão.

Palavras-chave: indicadores econômicos financeiros, avaliação de empresa, ponto de equilíbrio, análise econômica financeira.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estrutura do DRE.....	24
Tabela 2 - Estrutura Sintética do Balanço Patrimonial.....	28
Tabela 3 - Estrutura Descritiva do Balanço Patrimonial.....	29
Tabela 4 - Balanço Patrimonial equilibrado	60
Tabela 5 - Balanço Patrimonial da Empresa.....	74
Tabela 6 - Demonstrativo de Resultado da Empresa	75
Tabela 7 - Classificação dos Itens do Ativo	77
Tabela 8 - Apuração do Resultado Operacional da Empresa.....	78
Tabela 9 - Previsão dos Fluxos de Caixa Líquidos.....	95
Tabela 10 - Quadro-resumo das informações	97

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma da Empresa	17
Figura 2 - Ciclos e Prazos Médios das empresas.....	51
Figura 3 - Ciclos e Prazos Médios da Empresa.....	85

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA	12
1.2	JUSTIFICATIVAS	13
1.3	OBJETIVOS	14
1.3.1	Objetivo Geral	14
1.3.2	Objetivos Específicos	14
1.4	METODOLOGIA	15
2	ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE	16
2.1	ORGANOGRAMA DA EMPRESA	17
2.2	CEASA	19
3	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
3.1	Demonstrações Financeiras	22
3.1.1	Demonstrativo de Resultado do Exercício	23
3.1.2	Balanço Patrimonial	27
3.2	ANÁLISE ECONÔMICA	32
3.2.1	Margem de Lucro Bruto	33
3.2.2	Margem de Lucro Líquido	34
3.2.3	Rotação do Ativo Operacional Líquido	35
3.2.4	Rotação do Ativo Total	35
3.2.5	Taxa de Retorno sobre o Ativo	36
3.2.6	Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	37
3.3	ANÁLISE FINANCEIRA A CURTO PRAZO	37
3.3.1	Índices de Liquidez	38
3.3.1.1	Liquidez Imediata	39
3.3.1.2	Liquidez Seca	41
3.3.1.3	Liquidez Corrente	42
3.3.2	Capital Circulante Líquido	44
3.3.3	Índice de Rotação e Prazo Médio dos Estoques	46
3.3.4	Índice de Rotação e Prazo Médio dos Recebimentos de Vendas	47
3.3.5	Índice de Rotação e Prazo Médio dos Pagamentos	49
3.3.6	Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro	50

3.3.7	Necessidade de Capital de Giro	53
3.4	ANÁLISE FINANCEIRA A LONGO PRAZO.....	55
3.4.1	Liquidez Geral	55
3.4.2	Solvência Geral	57
3.4.3	Grau de Endividamento	58
3.4.4	Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros	59
3.4.5	Grau de Imobilização do Capital Próprio	60
3.5	PONTOS DE EQUILÍBRIO E FECHAMENTO	61
3.6	FORMAÇÃO DO PREÇO DE VENDA DAS MERCADORIAS	62
3.6.1	Formação de Preço com base no método DuPont	63
3.7	AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DA EMPRESA.....	66
3.7.1	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	67
3.7.1.1	VIDA ÚTIL DO ATIVO – “n”	68
3.7.1.2	FLUXOS DE CAIXA – “CF”	69
3.7.1.3	TAXA DE DESCONTO – “r”	71
4	ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA	71
4.1	INDICADORES ECONÔMICOS	75
4.1.1	Taxa de Lucro Bruto	75
4.1.2	Taxa de Lucratividade Líquida	76
4.1.3	Taxa de Retorno sobre o Investimento	76
4.1.4	Taxa de Retorno Sobre o Ativo	79
4.1.5	Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	79
4.2	INDICADORES FINANCEIROS DE CURTO PRAZO.....	80
4.2.1	Índices de Liquidez	80
4.2.2	Capital Circulante Líquido	81
4.2.3	Índice de Rotação e Prazo Médio de Estoques	81
4.2.4	Índices de Rotação e Prazo Médio dos Recebimentos	82
4.2.5	Índice de Rotação e Prazo Médio dos Pagamentos	84
4.2.6	Determinação do Ciclo Operacional e Financeiro	84
4.2.7	Determinação da Necessidade de Capital de Giro	86
4.3	INDICADORES FINANCEIROS DE LONGO PRAZO.....	86
4.3.1	Índice de Liquidez Total	86
4.3.2	Solvência Geral	87

4.3.3	Grau de Endividamento.....	87
4.3.4	Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros.....	88
4.3.5	Grau de Imobilização do Capital Próprio	88
4.4	PONTOS DE EQUILÍBRIO E FECHAMENTO	88
4.5	FORMAÇÃO DO PREÇO DE VENDA DAS MERCADORIAS	91
4.6	AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DA EMPRESA.....	93
4.7	QUADRO-RESUMO	96
5	CONCLUSÕES.....	98
6	BIBLIOGRAFIA	104

1 INTRODUÇÃO

A evolução dos meios de comunicação, a competitividade dos mercados a nível global e o desenvolvimento brasileiro, promoveram mudanças significativas nas economias locais, obrigando as empresas a incorporarem à sua atividade ferramentas e conhecimentos técnicos em administração para o aprimoramento de sua gestão.

Assim, o presente trabalho apresenta a análise econômico-financeira de uma empresa de comércio de hortifruti e gêneros alimentícios, através do cálculo dos principais indicadores que embasam as conclusões finais, com o intuito de contribuir com a gestão da empresa para seu planejamento, crescimento e processo decisório.

Primeiramente, descreve-se a situação problemática, assim como as justificativas, objetivos geral e específicos e a metodologia.

Em seguida, descreve-se a organização, apresentando seu histórico, quadro funcional, características de mercado e o ambiente no qual ela está inserida, que é o CEASA/RS.

A terceira etapa do trabalho é composta pela revisão teórica, apresentando as principais demonstrações financeiras utilizadas na análise, sendo o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício. Em seguida, descrevem-se e explicam-se os principais indicadores utilizados para a análise econômica, financeira a curto e longo prazo.

O conceito de pontos de equilíbrio e fechamento são apresentados na sequência da fundamentação teórica, assim como a formação do preço de venda das mercadorias, baseada no método *DuPont*, que leva em consideração a rotação dos estoques para a definição dos preços alvos.

Encerrando a conceituação, apresentam-se os modelos para cálculo do valor de mercado da empresa, dando ênfase ao método do Fluxo de Caixa Descontado, que avalia a projeção dos fluxos de caixa, descontados a uma taxa mínima de atratividade e respeitando o prazo máximo de retorno do capital investido em projetos semelhantes na economia brasileira.

Na análise econômica-financeira da empresa, são apropriados os conceitos revistos na fundamentação teórica à realidade da empresa, calculando e analisando cada indicador, que são sintetizados em um quadro-resumo, com o devido parecer.

As conclusões explicam a análise-financeira, estando em linguagem acessível aos leigos em finanças e administração, para que seja apresentado aos gestores da empresa e possibilite total compreensão do trabalho.

Por motivos de sigilo, a empresa não é identificada.

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

A empresa analisada atua há quase 20 anos no segmento de comércio de alimentos, estando instalada nas dependências do CEASA/RS há pelo menos 15 anos. Durante sua trajetória de crescimento, conquistou renome no mercado e desempenhou papel importante no fornecimento de hortifruti para os consumidores do Estado.

Contudo, a atual circunstância é diferente daquela que veio marcando a trajetória da empresa: durante os últimos anos os volumes comercializados estagnaram, as despesas operacionais e custos aumentaram gradativamente e, por consequência, a lucratividade tem sido reduzida.

A forma como os gestores a administram não acompanhou as mudanças. As tecnologias de comunicação promoveram alterações na forma como as empresas se relacionam, sendo que hoje os clientes estão mais exigentes, têm mais acesso a informações e privilegiam o atendimento de suas necessidades de forma mais ampla, não focando somente no preço.

Além disso, surgiram novos concorrentes e aqueles já estabelecidos promoveram ações para aumentar sua participação no mercado, barrando o crescimento da empresa.

Diante deste cenário, é necessário que a empresa planeje ações e medidas para retomar sua participação no mercado, elaborando estratégias

para barrar o crescimento dos concorrentes e melhorar as margens praticadas, incorporando à sua atividade mais eficiência, eficácia e efetividade.

Assim, a problemática principal deste estudo consiste em gerar uma análise econômico-financeira da empresa, para subsidiar seu planejamento e processo decisório, auxiliando os gestores na tomada de ações para reorientar a organização ao caminho de crescimento.

1.2 JUSTIFICATIVAS

Este trabalho contribui para a formação da massa crítica existente no meio acadêmico, auxiliando na construção do conhecimento geral, principalmente no que se refere à aplicação prática da teoria, e beneficiando os demais alunos do curso, que no futuro venham a concluir pesquisar esse trabalho.

Para o acadêmico, é uma oportunidade ímpar de revisar os conhecimentos adquiridos durante o curso de Administração, sendo auxiliado pelo seu professor orientador, que traz a bagagem de conhecimento e experiência que faltam ao jovem profissional.

Sabe-se da extrema competitividade pelos espaços de trabalho, assim o acadêmico tem a oportunidade de melhorar sua preparação, unindo o conhecimento teórico aos dados reais e construindo um diferencial para buscar sucesso na sua trajetória profissional.

Em tempo, este trabalho justifica-se também pelo ganho social gerado pela aplicação de conhecimento. O fato da empresa, utilizando-se da análise, tornar-se mais eficaz, gera um ganho social indireto, pois aumenta suas possibilidades de prestar um serviço melhor ou a um custo mais baixo, aumentando a satisfação dos seus clientes.

1.3 OBJETIVOS

Com base na referida situação problemática apresentada, elenca-se abaixo os objetivos geral e específicos do trabalho.

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a empresa nos âmbitos econômico e financeiro, auxiliando os gestores a realizarem o planejamento da organização.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para a consecução do objetivo geral, é necessário o cumprimento dos seguintes objetivos específicos:

- a) elaborar a pesquisa bibliográfica sobre o assunto, elencando os autores e tópicos mais relevantes;
- b) organizar as Demonstrações Financeiras da empresa em um formato padrão;
- c) levantar os valores necessários para a elaboração do Balanço Patrimonial e do Demonstrativo de Resultado do Exercício;
- d) determinar os principais indicadores econômico-financeiros da empresa;
- e) avaliar a situação da empresa, utilizando os indicadores que foram obtidos;
- f) estimar o valor de mercado da empresa;

1.4 METODOLOGIA

Essa etapa do trabalho consiste em apresentar como foi realizada a pesquisa, partindo da definição dos objetivos, estipular o método mais adequado.

É necessário que na metodologia seja definido o propósito do projeto, o delineamento da pesquisa, o alvo de estudo, as técnicas de coleta e de análise dos dados (ROESCH, 2005).

Referente ao propósito do projeto, esse trabalho é uma Pesquisa-Diagnóstico, que visa explorar o ambiente organizacional e de mercado, levantando e definindo problemas (ROESCH, 2005).

Quanto ao delineamento, é considerado um Estudo de Caso, que consiste no estudo aprofundado de uma única empresa (alvo de estudo), embasados pela coleta documental e observação participante (técnicas de coleta), que possibilitam empregar a análise de conteúdo das informações levantadas durante a pesquisa (técnicas de análise) (ROESCH, 2005).

Para a elaboração da análise econômico-financeira, pesquisou-se uma empresa de comércio de hortifruti e gêneros alimentícios diversos estabelecida na Centrais de Abastecimento do Estado do Rio Grande do Sul S.A. – CEASA/RS, localizada em Porto Alegre.

Foram coletadas informações gerenciais, disponibilizados pela gestão, e contábeis, fornecidos pelo contador da empresa. O principal subsídio para o cálculo dos indicadores é a Demonstração de Resultado do Exercício, calculada de forma gerencial e com histórico desde maio de 2011, e o Balanço Patrimonial, também gerencial e atualizado a valores de mercado, levantado especialmente para esse trabalho, com dados atualizados aos trinta e um dias do mês agosto de dois mil e treze.

Em função das diferentes metodologias de apuração dos montantes expressos nos Balanços Patrimoniais, contábil e gerencial, não foi possível a análise de evolução histórica dos indicadores, identificando apenas a situação atual.

A intenção é que os dados levantados passem a ser acompanhados e atualizados pelos gestores, podendo ser observada a tendência dos parâmetros.

2 ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE

A empresa iniciou sua trajetória no início da década de 90, quando o fundador, vindo da região nordeste do país, passou a comercializar frutas de porta em porta na casa dos consumidores da região metropolitana de Porto Alegre.

A sua habilidade em vender e conquistar a fidelidade dos clientes fez o negócio crescer, atraindo também pequenos comerciantes, cujos volumes comercializados viabilizaram a implementação de um centro de distribuição.

Com a nova operação, o negócio teve condições de crescer, pois havia aumentado a rentabilidade e a capacidade de volume de comercialização das mercadorias.

O passo seguinte foi a estruturação de um ponto de comércio, que possibilitaria a empresa processar algumas mercadorias, agregando valor, e aumentar as vendas para o consumidor final, que gerava mais resultado. A partir deste momento, um sócio passou a constituir a empresa junto com o fundador.

Nesse momento, é importante destacar alguns aspectos culturais que começam a se formar. O crescimento que aconteceu com a empresa, não foi planejado e, talvez, pudesse ter sido sustentável. Algumas quedas no faturamento, perdas de margens em função de ineficiências no processo, sobrecarga de trabalho dos proprietários e funcionários, além de divergências com o novo sócio, fizeram o negócio, que contava com vários pontos positivos para seu sucesso, fracassar.

Aconteceu a cisão da sociedade, que acabou desmantelando o ponto de comércio, obrigando o sócio-fundador desenvolver outro empreendimento, aproveitando os recursos economizados ao longo do tempo.

A empresa estabeleceu-se no CEASA, como atacadista de hortifruti, já que o proprietário conhecia a cadeia de fornecedores e tinha pequenos varejos e mercados como clientes.

Entendendo que seu maior mercado eram as redes de mercados, os minimercados individuais, sacolões e pequenos comerciantes, a empresa aumentou seu leque de produtos para gêneros alimentícios em geral, como doces, conservas e alguns outros que podem ser comercializados dentro do seu perfil de clientes.

Essa estratégia possibilitou a empresa a crescer acima da média de mercado, aumentando o faturamento e diminuindo o impacto financeiro das sazonalidades, típicas nos produtos hortifruti.

Atualmente a empresa possui 15 (quinze) funcionários, que atendem cerca de 400 (quatrocentos) clientes cadastrados em aproximadamente 1.500 (mil e quinhentas) transações por mês.

2.1 ORGANOGRAMA DA EMPRESA

Os colaboradores estão divididos funcionalmente conforme o organograma apresentado:

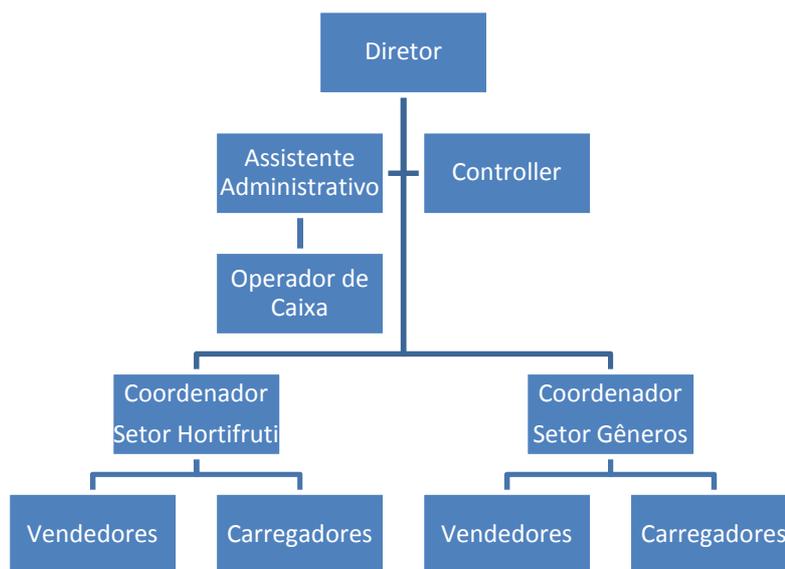


Figura 1 - Organograma da Empresa

Os vendedores têm a responsabilidade de atender aos clientes, organizar o espaço de vendas, os estoques e as gôndolas, etiquetar os produtos, separando pedidos. Além disso, prestam todo tipo de suporte aos clientes e funcionários.

Os carregadores são responsáveis pela movimentação de mercadorias e embalagens. Descarregam os caminhões com as compras, estocam as mercadorias e carregam os pedidos até o veículo do cliente ou o caminhão da empresa.

Os carregadores e vendedores são coordenados pelos coordenadores de cada setor, hortifruti e outros gêneros alimentícios. Não há um grupo exclusivo e fixo de carregadores e vendedores para cada setor, sendo todos são subordinados aos dois coordenadores, que orientam seu trabalho conforme a disponibilidade e in.

Os coordenadores de setor são responsáveis por toda a operacionalização, desde o planejamento de compras, passando pela organização dos estoques, pagamentos a fornecedores, vendas, recebimentos e cobranças.

O assistente administrativo é colocado como assistente da diretoria, pois este cargo é responsável por alguns mecanismos de controle e prestação de contas à direção, muitas vezes funcionando como um apoio na ausência dos diretores. Sua função é digitar relatórios e outros documentos, organizar os arquivos, realizar pagamentos aos funcionários, registrar as transações comerciais e movimentações financeiras e outras tarefas administrativas.

O controlador é responsável por registrar e manter os arquivos financeiros da empresa, objetivando a apuração do resultado do exercício, controle das vendas e cobranças. Essa função não exerce papel gerencial, nem estratégico, sendo que as informações levantadas são repassadas à direção para as medidas cabíveis.

A diretoria é desempenhada em conjunto pelos dois sócios. Apesar de ambos terem alçada para deliberar qualquer assunto pertinente à empresa, é possível uma distinção tácita do trabalho como se houvesse dois diretores: um operacional e comercial e outro administrativo e financeiro.

2.2 CEASA

O ambiente de mercado no qual a empresa está inserida merece atenção, pois apresenta diferenças na formação e no modelo de concorrência

As Centrais de Abastecimento - CEASA foram criadas por iniciativa do Governo Federal no final da década de sessenta e estão espalhadas em vinte e dois estados brasileiros, abrangendo todas as regiões. Estas sociedades não comercializam produtos, apenas oferecem estrutura adequada para a comercialização em nível de atacado. O sistema de mercado dos CEASAS segue a regulamentação determinada pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, que procura orientar o desenvolvimento sustentável e a concorrência em benefício da sociedade.

Essas estruturas estão vinculadas à Associação Brasileira das Centrais de Abastecimento – ABRACEN, que tem como função integrar as sistemáticas de funcionamento entre os integrantes.

As Centrais de Abastecimento exercem papel fundamental na Política Nacional de Segurança Alimentar e Nutricional, garantindo o acesso regular da população à ampla variedade de gêneros alimentícios, regulando preços de forma saudável, promovendo transparência do mercado, estabelecendo padrões de qualidade, garantindo a sanidade dos produtos, fortalecendo a cadeia logística, auxiliando o crescimento sustentável dos produtores, atacadistas e varejistas.

Além desses benefícios, as Centrais de Abastecimento desempenham assistência social através do Banco de Alimentos, programa orientado ao combate à fome e à diminuição do desperdício de alimentos. No CEASA/RS esse programa registra a doação média mensal a 220 entidades assistenciais de aproximadamente 66 (sessenta e seis) toneladas de hortifrutigranjeiros e 15 (quinze) toneladas de pão, beneficiando em torno de 50 (cinquenta) mil pessoas.

O CEASA/RS, abreviação de Central Estadual de Abastecimento S/A do Estado do Rio Grande do Sul, é uma Sociedade por Ações de economia mista, que tem capital da Prefeitura Municipal de Porto Alegre e do Governo do

Estado Rio Grande do Sul, a quem cabe a gestão, através da Secretaria de Desenvolvimento Rural, Pesca e Cooperativismo.

A sua história tem início da década de 70, assim como as principais Centrais de Abastecimento do país, com a constituição do Sistema Nacional de Centrais de Abastecimento – SINAC, que deu origem ao CEASA/RS, através da Lei Estadual nº 5.993/70 e da Lei Municipal nº 3.413/70.

As obras do local onde o CEASA/RS foi instalado começaram em 1971 e foram concluídas em 1974, sendo que as atividades já iniciaram em 25 de setembro de 1973, com a transferência dos comerciantes do Mercado Praia de Belas para as novas dependências. A inauguração oficial ocorreu após o término das obras, no dia 8 de março de 1974.

Posteriormente, em 1988, o SINAC, que era vinculado ao Governo Federal, foi extinto, então a gestão das CEASA`s passaram para os governos estaduais. Os mercados passaram durante a década de 90 por um período de desestruturação, para serem reorganizados a partir dos anos 2000, através da ABRACEN, que auxiliou a formulação do PROHORT – Programa Brasileiro de Modernização do Mercado Hortigranjeiro, formulado para orientar e coordenar a melhoria do setor.

Atualmente, está estruturado em uma área de aproximadamente 420.000 (quatrocentos e vinte mil) m² com 86.500 (oitenta e seis mil e quinhentos) m² de área construída, abriga mais de 2.300 (dois mil e trezentos) comerciantes produtores e 250 (duzentos e cinquenta) comerciantes atacadistas, que empregam mais de 3.500 (três mil e quinhentas) pessoas diretamente, por onde circulam em média 10.000 (dez mil) pessoas e 5.000 (cinco mil) veículos todos os dias, sendo que este número pode mais do que dobrar nos dias de maior movimento.

O volume de alimentos comercializados fica entre 1,8 (um inteiro e oito décimos) e 3,4 (três inteiros e quatro décimos) toneladas diárias, responsáveis por aproximadamente 35% (trinta e cinco por cento) dos hortifrutigranjeiros consumidos no Estado do Rio Grande do Sul.

O CEASA/RS conta com uma infraestrutura de serviços, como bares, lanchonetes, restaurantes, escritórios de prestação de serviços, posto médico

com atendimento de urgências, posto policial, vigilância 24 horas com câmeras e guardas, centro de conferências e agências bancárias.

Os pavilhões comerciais são divididos entre produtores e atacadistas. O local destinado aos produtores é o pavilhão central, com vão livre, cujos pontos de comércio são montados com caixas plásticas e de madeira e os próprios sacos, contendo as mercadorias. Este local também é chamado de “venda na pedra”, apelido que faz alusão à estrutura do espaço, já que cada produtor dispõe do espaço de uma pedra de alicerce para apresentar suas mercadorias.

Os atacadistas estão alocados em pavilhões periféricos ao pavilhão central e são organizados em bancas. Cada banca é um ponto de comércio único, o que não significa que um mesmo atacadista não possa ter mais de uma banca, pelo contrário, são comuns os comerciantes de itens com maior volume de transação, como banana, abacaxi, laranjas, entre outros, estarem estruturados em mais de uma banca.

As bancas são do pavilhão com o espaço de uma doca de carga e descarga, cuja área varia conforme o local de comércio.

Todos os espaços são licitados, vencendo o ofertante de maior valor, desde que cumpra os requisitos legais, que ganha o direito de exploração do comércio naquele local, mediante assinatura do Termo de Permissão de Uso Remunerado, semelhante a um condomínio empresarial, no qual os locatários pagam uma taxa de administração, conforme a utilização do espaço, e estão sujeitos às regras de convivência e concorrência, formalizadas no Regulamento de Mercado.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção, são apresentados os principais conceitos que embasam o desenvolvimento deste trabalho. O objetivo é oferecer ao leitor, mesmo aqueles não iniciados no assunto, os conhecimentos necessários para o entendimento dos números e indicadores financeiros, contribuindo para a compreensão da análise econômica-financeira da empresa.

3.1 Demonstrações Financeiras

As demonstrações financeiras são um conjunto de informações apuradas e organizadas pelas empresas, que revelam resultados de seu desempenho durante o exercício social. Através de sua análise é possível obter conclusões sobre a situação econômica e financeira da empresa.

As empresas, que são constituídas como sociedades por ações, são obrigadas por lei a elaborar e publicar no mínimo as quatro demonstrações: a) Balanço Patrimonial – BP; b) Demonstração das Mutações Patrimoniais – DMP; c) Demonstrativo de Resultado do Exercício – DRE; e d) Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos – DOAR (NETO, 2011).

As empresas limitadas são obrigadas a elaborar o Balanço Patrimonial, sem a necessidade de publicá-lo. Gerencialmente, as principais demonstrações utilizadas são o Demonstrativo de Resultado do Exercício, cuja finalidade é apurar o lucro ou prejuízo do exercício, através do confronto de receitas, custos e despesas, e o Balanço Patrimonial, que apresenta a posição financeira em determinada data, evidenciando a situação estática dos bens, direitos e obrigações da empresa.

A seguir, é apresentado com mais profundidade cada uma dessas demonstrações, DRE e BP, que são imprescindíveis na elaboração das análises econômico-financeiras.

3.1.1 Demonstrativo de Resultado do Exercício

O Demonstrativo do Resultado do Exercício – DRE é o documento que ordena as receitas e despesas da empresa para a apuração do lucro ou prejuízo do exercício, fornecendo significativas informações sobre a empresa (NETO, 2009).

O DRE engloba as receitas, custos, despesas e ganhos ou perdas não operacionais, apurados pelo regime de competência, ou seja, não está vinculado ao recebimento ou desembolso monetário dos direitos e obrigações, mas o registro acontece no momento em que estas contas passam a ser merecidas ou devidas (NETO, 2011).

Portanto, essa demonstração financeira retrata apenas o fluxo econômico e não o fluxo monetário da empresa, pois não há o registro se uma receita ou despesa foi efetivamente recebida ou paga.

A Demonstração do Resultado do Exercício está estruturada da seguinte forma, discriminando os elementos (NETO, 2011):

RECEITA BRUTA
(-) Devoluções, descontos e abatimentos
(-) Impostos sobre as vendas
(=) Receita Líquida
(-) Custo das Mercadorias e Produtos Vendidos e Serviços Prestados
(=) Lucro Bruto Operacional
(-) Despesas com Vendas
(-) Despesas Financeiras Líquidas (deduzidas das Receitas Financeiras)
(-) Despesas Gerais e Administrativas
(-) Outras Despesas Operacionais
(+) Outras Receitas Operacionais
(=) Lucro ou Prejuízo Operacional
(+) Receitas não Operacionais

(-) Despesas não Operacionais
(=) Resultados antes do Imposto de Renda
(-) Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Participações de Debêntures, Empregados, Administradores e Partes Beneficiárias
(=) Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício

Tabela 1 - Estrutura do DRE

A Receita Bruta é constituída pelo valor bruto faturado, que representa o total de ingressos de recursos provenientes das vendas, a prazo ou a vista, no mercado nacional ou exterior.

As devoluções, descontos e abatimentos é uma conta devedora que compreende o montante de recursos devolvidos aos clientes após a entrega das mercadorias, produtos ou serviços. Alguns exemplos que originam esta conta devedora são defeitos ou não atendimento das especificações do pedido, danos durante a entrega, entre outros.

Impostos incidentes sobre vendas representam o montante líquido de tributos devidos que tem sua alíquota destacada sobre o valor de venda das mercadorias, produtos e serviços, como, por exemplo, o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual, Intermunicipal e de Comunicação – ICMS, o Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI e o Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza – ISS.

A Receita Líquida constitui a parcela de recursos que realmente pertencem à empresa, já que os impostos sobre as vendas apenas transitam por seu caixa, não sendo de propriedade.

O Custo das Mercadorias Vendidas compreendem, no caso das empresas comerciais, o custo histórico de aquisição desses bens, dado pelo total de compras líquidas¹ somados à variação de estoque do período, e outros gastos com colocação das mercadorias à venda, como fretes, seguros, embalagens e outros.

¹ As compras líquidas são derivadas das compras brutas de mercadorias realizadas no período, deduzidas das devoluções, abatimentos e impostos sobre as compras, como o IPI e o ICMS (NETO, 2009).

Nas empresas industriais, o Custo dos Produtos Vendidos é obtido pelo somatório dos custos de produção, que são aqueles relativos à área de produção, sejam fixos, variáveis, diretos ou indiretos, e a variação de estoque do período.

O Lucro Bruto Operacional é o montante destinado à cobertura das despesas operacionais, dos encargos de financiamento, do recolhimento dos impostos devidos e do pagamento de lucros.

As Despesas Operacionais compreendem o total de gestos necessários para a empresa funcionar, ou seja, vender, administrar e financiar suas atividades. Podem ser discriminadas em: a) Despesas com Vendas, que representa gastos como a promoção e distribuição das mercadorias, garantias e provisões para devedores duvidosos e todas as outras necessidades; b) Despesas Administrativas, que são os gastos incorridos para a direção e execução das tarefas administrativas, bem como as despesas gerais que beneficiam os negócios da empresa; c) Despesas Financeiras, que representam as obrigações pagas a terceiros para o financiamento das atividades da empresa; e d) outras receitas e despesas operacionais, que apresenta os direitos e obrigações que não se enquadram nos itens anteriores.

O Lucro ou Prejuízo Operacional corresponde ao total de recursos remanescentes depois de haverem sido pagas as despesas da operação.

O Resultado Não Operacional, que é dado pelo saldo entre as receitas e despesas não operacionais, compreende o resultado das operações não vinculadas ao objeto social da empresa como lucros ou prejuízos na venda de Ativo Permanente, sinistros ou baixa abrupta de valor de algum ativo.

O Resultado antes do Imposto de Renda constitui o montante sobre o qual será aplicada a alíquota dos impostos devidos sobre o lucro, para as empresas tributadas sobre o Lucro Real.

As empresas de composição societária Limitada têm a opção de serem tributadas na forma de Lucro presumido, com certas restrições relativas ao objeto social e até o limite de 78 (setenta e oito) milhões de receita bruta ao ano. Nesses casos, a base de cálculo do Imposto de Renda devido não será sobre o Resultado antes do Imposto de Renda, mas sobre a Receita Bruta do ano-base, e as provisões para o pagamento do Imposto de Renda são

consideradas despesas tributárias, já que independem do resultado auferido pela empresa.

Portanto, a consideração de Resultado antes do Imposto de Renda é válida somente para as empresas tributadas sob a forma de Lucro Real, que incluem todas as Sociedades por Ações.

A Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social, apurados sobre o lucro, constitui o total estimado para a cobertura dos impostos devidos sobre o lucro. Esse valor pode apresentar diferenças em relação aos impostos efetivamente declarados, podendo ser lançada como despesa no exercício seguinte, caso não seja significativa, nem resulte de erro de cálculo.

A Participação de Debêntures, Empregados, Administradores e Partes Beneficiárias constitui a parcela de recursos que é distribuída às partes interessadas, como, por exemplo, o Plano de Participação nos Lucros e Resultados – PLR, que é amplamente difundido entre as grandes empresas como fator motivador ao trabalho de seus colaboradores.

Algumas dessas participações ainda podem ser deduzidas do lucro para o cálculo do Imposto de Renda, sob certas restrições, como as debêntures e participações de empregados.

Por fim, obtém-se o Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício, que é lançado na conta de Lucros ou Prejuízos Acumulados do Balanço Patrimonial, podendo constituir fonte de investimento para a empresa ou distribuída na forma de dividendos.

O Demonstrativo de Resultado do Exercício está estruturado dessa forma para apurar de forma correta e padronizada os lucros ou prejuízos das empresas. Algumas contas diferentes das que foram apresentadas podem ser incluídas pelos gestores, levando em consideração a realidade de cada empresa e buscando apresentar de forma mais clara a categorização das informações financeiras.

Todavia, o modelo apresentado constitui a base para a apresentação do resultado de todas as empresas, independentemente de seu porte ou segmento de mercado.

3.1.2 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial é a demonstração financeira que apresenta a posição de todos os bens, direitos e obrigações da empresa em determinada data (NETO, 2009). Pode-se comparar o Balanço a uma fotografia da situação financeira da empresa, que mostra, em um momento específico, o montante de cada tipo de bem, direito e obrigação.

Os bens e direitos são classificados no Ativo, apresentado no lado direito do Balanço Patrimonial, enquanto que as obrigações estão no Passivo, no lado esquerdo.

A diferença entre o Ativo e o Passivo é o Patrimônio Líquido e representa o capital investido pelos proprietários da empresa, seja através de aportes de recursos trazidos de fora da empresa, ou gerados pelas operações na forma de lucro e retidos para reinvestimento (NETO, 2009).

O Passivo e o Patrimônio Líquido apresentam a origem dos recursos que se acham investidos no Ativo, sendo o Passivo os recursos de terceiros empregados na empresa e o Patrimônio Líquido os recursos próprios.

Os valores representados no Ativo constituem as aplicações dos recursos disponibilizados pelo Passivo e engloba, basicamente, dois tipos de itens: a) aqueles que possuem valor de face, cujo valor é indiscutível, como, por exemplo, as duplicatas ou letras de câmbio; e b) aqueles cujo valor depende de avaliação, como as mercadorias do estoque e as máquinas, imóveis e equipamentos do Ativo Imobilizado (NETO, 2009).

O Balanço Patrimonial apresenta apenas os fatos registráveis, segundo os princípios contábeis, desconsiderando aspectos importantes de um negócio, como participação de mercado, imagem perante os clientes, tecnologia empregada no processo produtivo, entre outros.

A estrutura do Balanço Patrimonial apresenta a seguinte forma (NETO, 2011):

ATIVO	PASSIVO
Circulante	Circulante
Realizável a Longo Prazo	Exigível a Longo Prazo
Permante <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimentos ▪ Imobilizado ▪ Diferido 	Resultado de Exercícios Futuros
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital Social ▪ Reservas de Capital ▪ Reservas de Reavaliação ▪ Reservas de Lucros ▪ Lucros ou Prejuízos Acumulados

Tabela 2 - Estrutura Sintética do Balanço Patrimonial

A caracterização de Circulante, tanto para o Ativo, quanto para o Passivo, é dada pelo fato de sua realização ocorrer até o final do exercício seguinte, com exceção prevista apenas para aquelas empresas cujo ciclo operacional tem duração superior a um ano, como fabricantes de navios e aviões, por exemplo.

O enquadramento dos direitos e obrigações a longo prazo acontecerá sempre que seu vencimento for superior ao prazo estipulado para o Circulante.

Segundo a Lei nº 11.638, é possível pormenorizar cada grupo, que passa a apresentar as seguintes contas:

ATIVO	PASSIVO
Circulante <ul style="list-style-type: none"> ▪ Disponibilidades <ul style="list-style-type: none"> ○ Caixa ○ Bancos ○ Aplicações ▪ Aplicações Financeiras ▪ Clientes <ul style="list-style-type: none"> ○ (-) Duplicatas Descontadas ▪ Outros Créditos <ul style="list-style-type: none"> ○ (-) Provisões para créditos de liquidação duvidosa 	Circulante <ul style="list-style-type: none"> ▪ Empréstimos e Financiamentos ▪ Salários e Encargos Sociais ▪ Fornecedores ▪ Impostos e valores a recolher ▪ Outras obrigações a pagar ▪ Provisões <ul style="list-style-type: none"> ○ Imposto de Renda ○ Dividendos ○ 13º salário ○ Contingências

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estoques <ul style="list-style-type: none"> ○ Mercadorias e Produtos Acabados ▪ Despesas Antecipadas 	
<p>Realizável a Longo Prazo</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Créditos ▪ Empréstimos compulsórios ▪ Depósitos para incentivos fiscais ▪ (-) Provisão para perdas ▪ Despesas Antecipadas 	<p>Exigível a Longo Prazo</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Empréstimos e Financiamentos ▪ Outras obrigações e provisos
<p>Permante</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimentos <ul style="list-style-type: none"> ○ Empresas controladas e coligadas ○ Outras Participações ○ Outros Investimentos ○ (-) Provisão para perdas ▪ Imobilizado <ul style="list-style-type: none"> ○ Terrenos e edificações ○ Máquinas e equipamentos ○ Móveis e utensílios ○ Marcas e patentes ○ (-) Depreciação, amortização e exaustão ▪ Diferido <ul style="list-style-type: none"> ○ Despesas pré-operacionais ○ Outros diferidos ○ (-) Amortizações acumuladas 	<p>Resultado de Exercícios Futuros</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Receitas Líquidas antecipadas
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital Social ▪ Reservas de Capital ▪ Reservas de Reavaliação ▪ Reservas de Lucros ▪ Lucros ou Prejuízos Acumulados

Tabela 3 - Estrutura Descritiva do Balanço Patrimonial

Algumas contas podem ter sua nomenclatura variada, mas, em geral, a estrutura do Balanço Patrimonial respeita a forma apresentada, independentemente do porte ou segmento de atuação da empresa.

No grupo do Ativo Circulante as Disponibilidades representam o montante de recursos prontamente conversíveis em dinheiro, como o saldo em caixa, os depósitos bancários a vista e as aplicações de resgate imediato.

As Aplicações Financeiras constituem as Letras de Câmbio, Certificados de Depósitos Bancários e demais recursos financeiros aplicados com prazo de vencimento no curto prazo.

Os valores a receber da conta Clientes e da conta Outros Créditos compreendem os direitos gerados em decorrência das operações da empresa, ou das vendas efetuadas. Possuem as contas redutoras de Duplicatas Descontadas e Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa, que são descontos das possíveis perdas decorrentes de não recebimentos, além das Duplicatas Descontadas em instituições financeiras.

Os Estoques são produtos, materiais e mercadorias em propriedade da empresa para fins de comercialização. Nas empresas industriais, é possível a distinção entre as diversas etapas de acabamento do estoque, como matérias-primas, produtos em elaboração e acabados, além dos materiais de consumo e itens do almoxarifado.

As Despesas Antecipadas referem-se aos recursos empregados em itens que devem ser usufruídos no decorrer do exercício social seguinte.

O Ativo Realizável a Longo Prazo é constituído pelas contas cujo prazo de realização seja superior ao término do exercício social seguinte ou ao ciclo operacional, caso seja superior a um ano. Este grupo pode ser subdividido em Créditos, Empréstimos compulsórios, Depósitos para incentivos fiscais e Despesas Antecipadas.

O Ativo Permanente classifica os bens e direitos que não possuem prazo de vencimento estipulado e que não são destinados à negociação. Esse grupo pode ser dividido em: a) Investimentos que são as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza que não se destinem à manutenção da atividade da empresa e não se classifiquem no Ativo Circulante ou Realizável a Longo Prazo; b) Participações Permanentes em outras sociedades que engloba as participações de capital em outras empresas na forma de ações ou de quotas com características de investimentos permanentes; c) Imobilizado que compreende os bens não destinados à venda,

de longa vida útil e utilizados na atividade operacional da empresa; e d) Diferido, no qual são incluídas todas as despesas incorridas que beneficiarão exercícios futuros e, por isso, não são consideradas imediatamente.

No lado esquerdo do Balanço Patrimonial, o Passivo Circulante compreende todas as obrigações da empresa vencíveis no prazo de um ano ou, se o ciclo operacional for maior que um ano, as obrigações vencíveis no prazo do ciclo operacional.

Os Empréstimos e Financiamentos são compostos pelas dívidas e obrigações com prazo de vencimento até o término do exercício social seguinte.

A conta dos Fornecedores se origina das operações de compra a prazo, no mercado nacional ou no exterior, de matérias-primas a serem usadas no processo produtivo, mercadorias destinadas à revenda ou insumos, outros materiais e serviços.

Os Impostos e valores a recolher são constituídos pelas obrigações relativas a impostos, taxas e contribuições.

Os Salários e Encargos Sociais referem-se às obrigações junto aos empregados, bem como aos agentes arrecadadores de contribuições sociais, como INSS e CEF (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço). Devem figurar aqui, tanto as obrigações conhecidas, como aquelas imprevisíveis e calculáveis na data do balanço.

Encerrando o grupo de contas do Passivo Circulante estão as provisões para pagamentos de décimo-terceiro salários, imposto de renda e outros.

O Passivo Não Circulante compreende as obrigações vencíveis a prazo superior a um ano ou superior ao ciclo operacional da empresa.

Os Resultados de Exercícios Futuros representam os valores líquidos recebidos pela empresa, que não representem obrigações, mas que, por regime de competência, ainda não tenham sido registrados no Patrimônio Líquido.

Constituindo os capitais próprios empregados na empresa o Patrimônio Líquido representa os recursos dos acionistas formados por Capital – dinheiro ou bens – entregues pelos acionistas à empresa ou por lucros gerados pela empresa e retidos em diversas contas de reservas.

O Capital Social compreende os recursos investidos pelos sócios e os e também a parcela de lucro auferido incorporado ao capital, que não tenha sido distribuído.

Reservas de Capital são valores recebidos, seja dos sócios ou de terceiros, que não sejam originados da atividade da empresa e que são imediatamente incorporados ao Patrimônio Líquido.

As Reservas de Reavaliação são utilizadas para o ajuste de alguns ativos, quando, por motivos de flutuação de mercado ou inflação, seu valor apresenta significativa disparidade dos custos de reposição praticados pelo mercado.

O subgrupo Reservas de Lucros é constituído pelos lucros gerados pela empresa e retido por diversas razões, enquanto que os Lucros ou Prejuízos acumulados representa a parcela das Reservas que ainda não teve destinação.

Assim, encerramos a descrição das principais Demonstrações Financeiras, consideradas o Demonstrativo de Resultado do Exercício e o Balanço Patrimonial, que, apesar de seguirem o mesmo ordenamento lógico apresentado, podem ter suas terminologias e nível de discriminação das contas em grau variado. As diferenças encontradas procuram favorecer o entendimento do analista a respeito da situação financeira da empresa.

Os dados apresentados nessas duas demonstrações servem de base para o cálculo dos indicadores e a geração de informações econômico-financeiras, que permitem concluir se a empresa é bem ou mal administrada, se tem ou não condições de pagar suas dívidas, se é ou não lucrativa, se é ou não eficiente e outros questionamentos pertinentes.

3.2 ANÁLISE ECONÔMICA

A análise econômica de uma empresa analisa como sua atividade operacional gera valor ao acionista, remunerando o capital investido. Para isto são estudados três conceitos básicos, que definem a intensidade da remuneração: a) lucratividade; b) rotação; e c) retorno sobre o investimento.

A lucratividade diz respeito às margens praticadas nas transações, ou ainda, a proporção de valor adicionado aos produtos, que retorna na forma de lucro para a empresa, em primeira instância, para o pagamento das despesas operacionais, através do Lucro Bruto, e em seguida para a remuneração dos acionistas com Lucratividade Líquida.

Os parâmetros de rotação informam a intensidade de uso das aplicações para gerar vendas e sinalizam a velocidade com que os capitais investidos retornam para a empresa.

O retorno sobre o investimento compara a proporção de recursos que retorna para a empresa na forma de lucro, que constitui fonte de crescimento para a empresa ou de enriquecimento dos sócios. Ele compara, em determinado horizonte de tempo, o montante de ingressos de lucros com o total de aplicações necessárias para gerar esses lucros, mostrando a intensidade com que o capital retorna a empresa.

Os conceitos nos ajudam a entender como acontece a aplicação e qual é o comportamento do rendimento do capital aplicado na empresa, sendo esses os objetivos de maior interesse aos acionistas, que esperam o aumento de valor dos recursos investidos na atividade.

3.2.1 Margem de Lucro Bruto

A lucratividade bruta, ou primária, é a comparação percentual do quanto que permanece da Receita Operacional Líquida, tendo sido descontados o Custo das Mercadorias ou Produtos Vendidos e dos serviços prestados. Sua expressão numérica é dada pela seguinte equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$LB = \frac{LBO}{ROL}$$

Onde:

LB – margem de lucro bruto

LBO – montante de lucro operacional bruto do período

ROL – montante de receita operacional líquida do período

Sua análise é de fundamental importância, pois o montante do lucro bruto deverá cobrir as despesas operacionais e remunerar o capital investido, depois de haverem sido pagos os custos das mercadorias, produtos e serviços.

3.2.2 Margem de Lucro Líquido

A lucratividade líquida, ou margem operacional, é o montante de receitas que permanece depois de terem sido descontados todos os custos, despesas operacionais e tributos. É a lucratividade realmente relevante para a empresa, pois é ela que gera recursos para investimentos e distribuição de dividendos aos acionistas.

A sua relação percentual é calculada da seguinte forma (ZDANOWICZ, 2012):

$$ML = \frac{LL}{ROL}$$

Onde:

ML – margem de lucro líquido

LL – montante de lucro líquido do período

ROL – montante de receita operacional líquida do período

Esse indicador é um dos mais importantes para a avaliação do desempenho organizacional, representando os resultados efetivamente obtidos pela empresa. É, inclusive, um balizador da capacidade de gestão dos diretores, cujas atividades estão voltadas para a geração de lucros e aumento de valor do patrimônio dos sócios.

Além disso, a competitividade dos mercados têm tornado as margens menos elásticas, fazendo com que qualquer equívoco seja imediatamente refletido na lucratividade da empresa.

Portanto é preciso estar atento a esse indicador, orientando esforços para aumentá-lo e comparando com os praticados pelos concorrentes, evitando a perda de competitividade nos mercados.

3.2.3 Rotação do Ativo Operacional Líquido

O índice de Rotação do Ativo Operacional Líquido sinaliza a intensidade com que os recursos aplicados na operação da empresa são utilizados para a geração de receitas, provenientes das vendas.

Antes de estimarmos o índice de rotação, é preciso definir Ativo Operacional Líquido, que é caracterizado por todos os bens e direitos que são necessários para o desenvolvimento das atividades voltadas ao negócio da empresa (ZDANOWICZ, 2012).

Assim, esse indicador informa o número de vezes que a receita operacional líquida do período superou o Ativo Operacional Líquido. Sua expressão numérica é dada pela equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$R_{AOL} = \frac{ROL}{AOL}$$

Onde:

R_{AOL} – rotação do ativo operacional líquido

ROL – receita operacional líquida do período

AOL – ativo operacional líquido

A avaliação deste indicador é importante, pois demonstra uma medida de eficiência na utilização dos ativos vinculados à atividade-fim da empresa, na medida em que relaciona o quanto cada real em aplicados na operação consegue gerar em vendas líquidas. Quanto maior for este indicador, mais eficiente tende a ser a administração dos negócios.

3.2.4 Rotação do Ativo Total

A rotação do ativo total leva em consideração a totalidade dos ativos, não somente aqueles necessários à operação da empresa. Sua expressão numérica resulta da razão entre Receita Operacional Líquida e Ativo Total, conforme segue (ZDANOWICZ, 2012):

$$R_{AT} = \frac{ROL}{AT}$$

Onde:

R_{AT} – rotação do ativo total

ROL – receita operacional líquida do período

AT – ativo total

Quanto maior for este índice, melhor tende a ser considerada a gestão da empresa, pois ele indica a intensidade com que os ativos são utilizados para a geração de receitas. Assim, quanto maior forem os recursos gerados, mais eficiente é a utilização dos ativos.

Além disso, é importante comparar este indicador à média do setor em que a organização está inserida, pois, sendo ele, uma medida de eficiência da gestão, deve-se conhecer como está o desempenho dos concorrentes na disputa pelo mercado.

3.2.5 Taxa de Retorno sobre o Ativo

O retorno sobre o ativo, em inglês “*Return on Assets – ROA*” é uma medida de quanto cada real em ativos gera de lucro, informando o ganho que a empresa obteve sobre seu Ativo Total, a partir do Lucro Líquido (ZDANOWICZ, 2012).

Sua representação numérica é dado pela razão entre o lucro líquido do período e o ativo total, conforme a equação (ROSS, 2012):

$$ROA = \frac{LL}{AT}$$

Onde:

ROA – retorno sobre o ativo total

LL – lucro líquido auferido no período em análise

AT – ativo total

O Retorno sobre o Ativo mede o quanto cada Real investido na empresa retorna, durante o período em análise, na forma de lucro líquido, que poderá ser reinvestido ou distribuído.

Quanto maior for este indicador, melhor para os negócios. Além disso, é um sinalizador da atratividade da empresa, uma vez que mede a capacidade de geração de lucros, utilizados dos recursos aplicados no Ativo.

3.2.6 Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O retorno sobre o Patrimônio Líquido, em inglês “*Return on Equity*”, mede o ganho auferido sobre o capital próprio da empresa. Seu valor é dado pela equação (ROSS, 2012):

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Onde:

ROE – retorno sobre o patrimônio líquido

LL – lucro líquido do período

PL – patrimônio líquido

Esse informa quanto cada Real de recursos próprios, apresentados no Patrimônio Líquido, retornou na forma de lucro, durante o período em análise. Como um dos principais objetivos da empresa é maximizar o valor do patrimônio dos acionistas, esta taxa acaba sendo considerada a verdadeira medida de desempenho do lucro (ROSS, 2012).

Portanto, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido constitui um importante item de avaliação do desempenho da empresa, pois vincula diretamente o interesse dos sócios, através dos recursos aportados, ao desempenho da organização na geração de lucros.

3.3 ANÁLISE FINANCEIRA A CURTO PRAZO

A análise financeira tem foco na avaliação da liquidez da empresa e utiliza indicadores para dimensionar a capacidade de pagamento das obrigações dentro do prazo acordado com fornecedores e credores.

O horizonte de curto prazo na análise avalia a capacidade de pagamento das obrigações vencíveis até o final do exercício subsequente que está sendo considerado, sendo composto pelos bens, direitos e obrigações disponíveis e vencíveis no prazo máximo de dois anos.

A importância do estudo das finanças de curto prazo está na capacidade de administração do capital de giro do negócio, que constituem os itens circulantes, ou ainda, de curto prazo. É através do emprego desses itens que a empresa irá gerar lucro e remunerar o capital investido.

Para o conhecimento da situação financeira da empresa no curto prazo, utiliza-se pelo menos os três indicadores de Liquidez – Imediata, Seca e Corrente, o dimensionamento do Capital Circulante Líquido e a avaliação do Ciclo Operacional, que é estimado pelo Prazo Médio dos Estoques, dos Recebimentos e dos Pagamentos.

Os indicadores representativos da análise financeira a curto prazo são apresentados com maior profundidade nos tópicos que seguem.

3.3.1 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez são medidas de comparação entre os bens e direitos e as obrigações da empresa, representados respectivamente pelo Ativo e Passivo do Balanço Patrimonial, e nos auxiliam a dimensionar a probabilidade de determinada empresa apresentar problemas financeiros no futuro.

Na medida em que o conceito de “liquidez” refere-se à velocidade e facilidade com que um ativo pode ser convertido em caixa sem perda expressiva de valor (ROSS 2012), os “índices de liquidez”, aqui apresentados, são, em realidade, índices de “solvência”, que é a capacidade do devedor em cumprir seus compromissos (FLEURIET, 2003).

Como os índices de “liquidez” retratam a facilidade com que os credores são reembolsados no caso da empresa encerrar suas atividades, na data em

que são apresentados os dados no Balanço Patrimonial, estão mais vinculados ao conceito de solvência do que o de liquidez.

Os índices de “liquidez” não retratam a situação futura da empresa, pois tomam como base, para seu cálculo, as situações passadas e presente. Logo, não devem ser usados como balizadores para decisões de longo prazo, quando a previsão das obrigações e direitos gerados fica mais incerta (FLEURIET, 2003).

Além disso, os índices de liquidez não apresentam diferenciação entre as fontes de financiamento renovável e não renovável da empresa (FLEURIET, 2003). Assim, é possível que uma empresa apresente temporariamente índices satisfatórios de liquidez, mas que não sejam mantidos ao longo do tempo, caso as fontes de financiamento não sejam sustentáveis.

À exceção do índice de liquidez geral, os demais índices de liquidez levam em consideração os direitos e obrigações de curto prazo, o que se configura numa vantagem, pois seus valores contábeis são muito próximos dos valores de mercado, já que as contas dificilmente existem tempo suficiente para que haja este desalinhamento (ROSS, 2012).

Em suma, estes indicadores auxiliam os credores a prever a capacidade da empresa em pagar suas contas em dia. Os tipos de índices de liquidez que podem ser utilizados para este fim e suas características são descritos na sequência.

3.3.1.1 Liquidez Imediata

A primeira comparação feita através de índices de liquidez é a comparação do percentual de obrigações que pode ser pago imediatamente pela empresa.

Esta relação é chamada de Liquidez Imediata, ou instantânea, ou absoluta, e compara o quanto de dívidas de curto prazo pode ser saldado, utilizando-se as disponibilidades da empresa, como o caixa, as contas em banco e as aplicações de resgate imediato (ZDANOWICZ, 2012).

A forma de apuração deste índice é dada pela equação abaixo:

$$LI = \frac{\textit{Disponível}}{\textit{PC}}$$

Onde:

LI – Liquidez Imediata;

Disponível – somatório dos recursos disponíveis da empresa em caixa, contas em banco e aplicações;

PC – Passivo Circulante, representando o total de obrigações de curto prazo da empresa.

Do ponto de vista do credor, quanto maior for este índice, melhor, pois maiores são as chances de que ele seja reembolsado no prazo acordado. Porém, do ponto de vista da empresa, quanto menor este índice, melhor, já que a manutenção destes ativos de alta liquidez é pouco lucrativa. Portanto, o administrador financeiro precisa dimensionar o grau mínimo necessário para este índice, que forneça segurança aos credores para financiarem as obrigações correntes da empresa, diminuindo as perdas de lucros potenciais para empresa (ROSS, 2012).

Conforme WALTER (1983), o somatório das disponibilidades previstas nesse indicador deve ser comparado ao “encaixe mínimo”, que é a soma dos recursos existentes no fundo fixo de caixa para a cobertura das despesas correntes da empresa. Assim, todos os recursos excedentes ao “encaixe mínimo” podem ser aplicados em títulos rentáveis para a geração de rendimentos financeiros.

Considera-se como medida referencial, para maioria das empresas brasileiras, que o cálculo deste indicador seja próximo de 0,1 (um décimo), ou ainda, que pelo menos 10% (dez por cento) das obrigações de curto prazo possam ser quitadas com as disponibilidades da empresa, ressalvando que cada empresa é única e este referencial deve ser adaptado a cada realidade (ZDANOWICZ, 2012).

Quanto maior for este indicador, maiores serão os recursos disponíveis mantidos pela empresa. Contudo, a avaliação de seus valores pelos analistas apresenta pouco significado, além da comparação do montante de recursos empregados no disponível (NETO, 2011).

É necessário que sua avaliação aconteça juntamente com os demais índices de liquidez, sendo o próximo indicador aquele que compara os direitos vencíveis com as obrigações, através da liquidez seca, que é vista a seguir.

3.3.1.2 Liquidez Seca

O índice de liquidez seca, ou também chamado de liquidez ácida, em inglês *acid test*, avalia a capacidade de pagamento em curto prazo das obrigações da empresa, sem considerar os estoques, fazendo uso somente dos direitos realizáveis. Os estoques são os itens menos líquidos do Ativo Circulante, já que sua conversão em caixa, sem a necessidade de redução expressiva de seu valor, não é garantida.

Como o valor contábil do estoque pode diferir bastante de seu valor de mercado, uma vez que a qualidade deste estoque não é mensurada, podendo estar danificada ou obsoleta, este índice constitui importante avaliação da capacidade de cumprimento das obrigações, tendo recebidos os créditos (FLEURIET, 2003).

A forma de cálculo do índice de liquidez seca é dada pela seguinte expressão (ZDANOWICZ, 2012):

$$LS = \frac{\text{Disponível} + VR_{LIQ}}{PC}$$

Onde:

LS – Índice de Liquidez Seca

Disponível – somatório dos recursos disponíveis da empresa em caixa, contas em banco e aplicações;

VR_{LIQ} – valores a receber líquidos

PC – Passivo Circulante, representando o total de obrigações de curto prazo da empresa.

Os direitos ou créditos constituem o ativo financeiro da empresa e recomenda-se que, para o cálculo deste indicador, os valores sejam líquidos, ou seja, que, do seu montante, estejam descontados os títulos negociados ou descontados, os adiantamentos de despesas, os valores de provisão para

liquidação duvidosa e os devedores incobráveis ou duvidosos (ZDANOWICZ, 2012). Incluem-se ainda os adiantamentos a fornecedores de matéria-prima ou mercadorias e os empréstimos a funcionários, conforme WALTER (1983, p. 40).

Assim, tem-se uma previsão real dos direitos recebidos no futuro para a cobertura das obrigações. De acordo com ZDANOWICZ (2012), esta medida evita mascarar a real liquidez da empresa, ao não considerar valores já recebidos ou duvidosos, trazendo maior transparência sobre a situação financeira.

O padrão aceitável pelos americanos, conforme WALTER (1983, p. 40), para este indicador é igual a 1 (um), ou seja, há igualdade entre direitos e obrigações de curto prazo. Ou ainda, o referencial para as empresas brasileiras é próximo a 0,80 (oito décimos), indicando que 80% (oitenta por cento) das obrigações de curto prazo estão cobertas pelos direitos realizáveis da empresa (ZDANOWICZ, 2012).

Apesar da interpretação a respeito do valor-padrão deste indicador não ser unívoca, ou seja, admitem-se possibilidades, os autores ressaltam sua importância para a avaliação da capacidade de pagamento das obrigações da empresa, desconsiderando-se os itens menos líquidos do Ativo Circulante, como os estoques.

3.3.1.3 Liquidez Corrente

A liquidez corrente, ou normal, ou ainda comum, estabelece comparação de curto prazo entre a totalidade de bens e direitos com as obrigações da empresa. Para maior acuracidade, há a preocupação em retratar valores líquidos, portanto, além dos valores a receber, os estoques também deverão ser corrigidos.

Conforme ZDANOWICZ (2012) deverão ser deduzidos os valores referentes a itens obsoletos ou de baixa rotatividade e ainda analisar o critério de avaliação dos estoques, evitando super ou subvalorização dos mesmos. O

objetivo deve ser adequar o valor dos estoques ao mais próximo possível do valor de mercado.

A expressão de cálculo deste índice é demonstrada a seguir (ZDANOWICZ, 2012):

$$LC = \frac{\text{Disponível} + VR_{LIQ} + \text{Estoques}_{LIQ}}{PC}$$

Onde:

LS – índice de Liquidez Seca

Disponível – somatório dos recursos disponíveis da empresa em caixa, contas em banco e aplicações;

VR_{LIQ} – valores a receber líquidos

Estoques_{LIQ} – valor dos estoques líquidos

PC – Passivo Circulante, representando o total de obrigações de curto prazo da empresa.

Em termos contábeis, também identifica-se como expressão do índice de liquidez corrente a razão entre Ativo e Passivo Circulantes, contudo, não adotaremos esta forma, pois poderá incluir valores não operacionais a pagar e receber, que não estão no nosso escopo de análise.

Como referencial para esse índice, ROSS (2012) salienta que ele não deverá ser inferior à unidade, pois isto significaria que o capital circulante líquido é negativo, ou seja, no curto prazo, a empresa tem mais obrigações a pagar do que o somatório do seu saldo disponível, direitos a receber e valores em estoque, apresentando assim, grandes chances de não conseguir honrar seus compromissos.

Alguns autores americanos consideram que este índice deverá ser pelo menos igual a 2 (dois), ou seja, a empresa tem o dobro de bens e direitos do que de obrigações de curto prazo (WALTER, 1983). Porém, o mesmo autor ressalta que este valor não deve servir de referencial para a realidade brasileira, pois apresenta maior escassez de recursos, quando comparada com a americana.

Assim, parece bastante razoável adotar a sugestão de ZDANOWICZ (2012), que recomenda um índice de liquidez corrente maior ou igual a 1,5 (um inteiro e cinco décimos), representando que a empresa possui um excedente de 50% (cinquenta por cento) de bens e direitos em comparação com as

obrigações de curto prazo, o que mostra que ela terá recursos suficientes para saldar os compromissos até o término do exercício seguinte.

É importante que índice seja relacionado com o ciclo operacional da empresa, pois existem atividades sazonais, como é o caso de mercadorias natalinas, e outras com ciclo operacional muito longo, como, por exemplo, fabricantes de navios e aviões (ZDANOWICZ, 2012).

Por exemplo, se avaliarmos este índice em uma empresa de comércio de produtos natalinos, no final do mês de novembro de um ano qualquer, é de se esperar que o valor seja mais baixo do que ao final de dezembro. Isto por que os estoques representarão parcela significativa do valor. Por outro lado, se calcularmos este mesmo índice, na mesma empresa, um mês depois, ao final de dezembro, é provável que os estoques sejam praticamente nulos e os saldos de caixa e valores a receber sejam maiores, já que a empresa realizou as vendas daquele ano.

Este caso hipotético ajuda a evidenciar a importância de situar o índice de liquidez corrente à realidade da empresa, com o risco de cometerem-se graves equívocos em sua análise.

3.3.2 Capital Circulante Líquido

A diferença entre o Ativo e o Passivo Circulantes é chamado de Capital Circulante Líquido (ROSS, 2012) e representa a parcela dos recursos de longo prazo que estão aplicadas em contas de curto prazo, ou seja, o capital investido que financia as aplicações circulantes, ou correntes, da empresa, originadas pelo desempenho de sua atividade-fim (NETO, 2011).

Caso os bens e direitos de curto prazo, demonstrados no Ativo Circulante, sejam superiores às obrigações de curto prazo, o Capital Circulante é positivo, sendo financiado por recursos permanentes, como o Exigível a Longo Prazo e o Patrimônio Líquido. Ou seja, os recursos de longo prazo financiam, pelo menos parte, das aplicações correntes da empresa.

Quando os bens e direitos são inferiores às obrigações em curto prazo, o Capital Circulante é negativo, portanto de terceiros. Essa situação indica que dívidas de curto prazo estão financiando aplicações com prazos de retorno superiores aos vencimentos das obrigações. O que significa dizer que as obrigações irão vencer antes da empresa haver recebido os direitos das vendas, evidenciando uma situação de aperto na liquidez, que é a dificuldade da organização pagar em dia suas obrigações.

Sempre que o Capital Circulante Líquido for nulo, igual a zero, significa dizer que todo o giro da empresa está sendo financiado por recursos de exigíveis no mesmo período. Nessa situação, não há flexibilidade financeira, pois, caso a empresa não converta em dinheiro o total dos bens e direitos de curto prazo, não conseguirá honrar em dia os compromissos assumidos.

O conhecimento, análise e gerenciamento do Capital Circulante Líquido é de fundamental importância para a empresa, pois está diretamente vinculada ao conflito de liquidez e lucratividade. Quanto maior for o CCL, maior será a liquidez da empresa, diminuindo seu risco e também sua lucratividade, já que os recursos empregados nas operações correntes diminuem o retorno sobre o capital investido.

De forma contrária, quanto menor for o CCL, maior será o risco de liquidez da empresa, porém maior será o retorno, liberando capital e tornando a empresa mais eficiente.

O administrador financeiro deve se concentrar em atingir o limite mínimo do Capital Circulante Líquido, que acontece quando os benefícios financeiros superam os custos gerados pela baixa liquidez, como, por exemplo, perdas de vendas por falta de estoque e atrasos na entrega por falta de matérias-primas.

Portanto, fica evidente que a avaliação do Capital Circulante Líquido, juntamente com os índices de liquidez, constitui um importante conhecimento para a análise econômico-financeira da empresa.

3.3.3 Índice de Rotação e Prazo Médio dos Estoques

O índice de rotação de estoques evidencia a quantidade de vezes que o estoque se renovou em determinado período de tempo, ou ainda, quantas vezes o estoque “girou” no período calculado.

A forma como calculamos o giro do estoque é demonstrada a seguir (ZDANOWICZ, 2012):

$$IRE = \frac{CMV}{\text{Estoque Médio}} \text{ ou } \frac{EI + Compras - EF}{\text{Estoque Médio}}$$

Onde:

IRE – índice de rotação de estoques

CMV – custo das mercadorias ou produtos vendidos e dos serviços prestados

Estoque Médio – média de estoque do período em análise

EI – estoque inicial

Compras – total de compras do período

EF – estoque final

As duas equações são equivalentes, com a diferença que a segunda deriva a forma de cálculo do Custo das Mercadorias Vendidas, que é dado pelo estoque inicial, somado às compras do período, subtraído do estoque final.

Conhecendo a rotação líquida dos estoques, pode-se saber o prazo para que ocorra 1 (um) giro no estoque, ou seja, o tempo que decorre para a empresa comprar e vender determinada mercadoria, promovendo a renovação do seu estoque. Para saber a duração deste período, basta dividir o número de dias que está sendo considerado pelo Índice de Rotação de Estoques – IRE, da seguinte forma (ZDANOWIC, 2012):

$$PME = \frac{t}{IRE}$$

Onde:

PME – prazo médio de estoques

t – número de dias do período considerado

IRE – índice de rotação de estoques

Um dos objetivos da administração financeira é otimizar a aplicação de recursos. Assim, quanto maior for o índice de rotação de estoques da empresa, portanto, menor for o prazo médio de estoques, tanto mais eficiente será a gestão dos recursos, desde que não se perca vendas por falta de estoques, não atendendo às necessidades do cliente (ROSS, 2012). Isto por acontece porque as mercadorias ficam menos tempo armazenadas em poder da empresa, diminuindo a necessidade de capital de giro (ZDANOWICZ, 2012), ou ainda, diminui a necessidade de aplicar recursos em estoque que ainda não foram vendidos.

Contudo, um bom índice de rotação de estoques, que indica que as mercadorias levam pouco tempo para serem vendidas, não nos informa a qualidade dos créditos que estão sendo gerados por estas vendas. Os administradores mal informados podem cometer o equívoco de afrouxar a política de concessão de créditos da empresa, aumentando o percentual e o risco das vendas a prazo, com o intuito de melhorar o prazo de estoques.

Isto fará com que o resultado econômico da empresa melhore, já que serão geradas mais vendas, mas não necessariamente o resultado financeiro, pois muitas destas vendas poderão não ser recebidas, em função da má execução da análise de crédito. Assim, é preciso cuidado ao melhorar este indicador através das vendas rápidas de mercadorias, com o risco da inadimplência no futuro (ZDANOWICZ, 2012).

O Prazo Médio de Estoques é um importante balizador da eficiência da empresa, uma vez que as alterações no seu valor impactam no montante de recursos aplicados em estoques e, conseqüentemente, no retorno global dos capitais investidos.

3.3.4 Índice de Rotação e Prazo Médio dos Recebimentos das Vendas

O índice de rotação do recebimento das vendas informa o número de vezes que os créditos com clientes, gerados pelas vendas da empresa, giraram no período.

Sua expressão matemática é dada pela equação (ROSS, 2012, p. 66):

$$IRR = \frac{Vendas}{Contas a Receber}$$

Onde:

IRR – índice de rotação de recebimentos das vendas

Vendas – total de vendas líquidas do período

Contas a Receber – total de direitos realizáveis a receber, provenientes das vendas

O prazo médio de recebimentos é o período que decorre, em média, para receber em caixa, os direitos gerados pelas vendas. É o intervalo médio entre o momento da venda e o recebimento dos direitos. Este período reflete quanto cada Real em direitos provenientes das vendas demorará, em média, até que efetivamente entre no caixa da empresa. Para apurá-lo, basta saber o tempo de um ciclo de recebimento, demonstrado na equação:

$$PMR = \frac{t}{IRR}$$

Onde:

PMR – prazo médio de recebimento das vendas

t – número de dias do período considerado

IRR – índice de rotação de recebimentos das vendas

Quanto maior for este índice e menor for o prazo, melhor para a empresa, já que menor será a necessidade de capital de giro para financiar as vendas, constituindo boa situação de caixa e liberando os recursos disponíveis para outras aplicações (ZDANOWICZ, 2012). Há ainda aquelas em que o giro é tão alto a ponto de zerar o prazo de recebimentos, ou seja, na prática, suas vendas são recebidas na sua imensa maioria a vista.

Ao contrário, uma situação desfavorável para empresa é quando o giro é baixo e o prazo médio alto. Isto pode sinalizar problemas na gestão de contas a receber da empresa, como liberalidade na concessão de créditos a clientes, ineficiência na cobrança, ou ainda, insuficiência de provisões para inadimplência (ZDANOWICZ, 2012).

O Prazo Médio de Recebimentos constitui em importante medida de eficiência da empresa, já que os recursos empregados em valores a receber

possuem um custo de oportunidade, podendo ser investidos em aplicações mais rentáveis.

3.3.5 Índice de Rotação e Prazo Médio dos Pagamentos

O índice de rotação dos pagamentos informa a intensidade com que se renovaram as obrigações da empresa no período considerado. Para seu cálculo são considerados o saldo das contas a pagar com fornecedores e o total de obrigações geradas no período, como demonstra a equação abaixo (ROSS, 2012):

$$IRP = \frac{CMV}{Fornecedores}$$

Onde:

IRP – índice de rotação dos pagamentos

Fornecedores – saldo total de contas a pagar com fornecedores

CMV – custo total da mercadoria vendida no período em análise

Conhecendo o giro dos pagamentos pode-se deduzir o prazo médio que leva para a empresa completar uma renovação ou um giro nos pagamentos.

Desta forma teremos:

$$PMP = \frac{t}{IRP}$$

Onde:

PMP – prazo médio dos pagamentos

t – número de dias do período considerado

IRP – índice de rotação dos pagamentos

O prazo médio demonstrado é o intervalo de tempo que a empresa demora a liquidar as obrigações geradas pelas compras.

É importante comparar o prazo médio dos pagamentos com o dos recebimentos, devendo o gestor da empresa, sempre que possível, tornar o primeiro maior que o segundo, ou seja, que a empresa receba de seus clientes, em média, com maior rapidez do que paga seus fornecedores. Essa medida,

que não é uma regra geral, proporciona maior facilidade no gerenciamento da liquidez e do capital de giro do negócio (ZDANOWICZ, 2012).

Por outro lado, se não houver sincronia entre os prazos de pagamento e recebimento, aumentam as chances da empresa descumprir prazos com os fornecedores por falta de caixa. Ou ainda pior, essa falta de caixa pode acabar sendo sistemática e não eventual, fenômeno chamado de efeito tesoura, onde quanto mais a empresa vende, pior é a sua situação de caixa.

Isto acontece porque, mesmo obtendo lucro, as vendas não são suficientes para cobrir o investimento no capital de giro gerado pelo descasamento de prazos e alongamento do ciclo operacional. Assim o resultado financeiro da empresa se descola do resultado econômico proporcionalmente ao aumento das vendas. Quanto mais a empresa vende, pior é sua situação de caixa, levando-a a uma situação de insolvência.

3.3.6 Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro

As operações das empresas se desenvolvem em uma série de atividades sequenciais e continuamente repetitivas, que envolvem a compra de matérias-primas ou mercadorias, a manutenção dos estoques até que sejam vendidos, o pagamento das obrigações geradas e o recebimento dos direitos em decorrência das vendas.

Durante esse processo é que a empresa busca auferir lucro e remunerar o capital investido. Quanto mais rápido ela conseguir cumprir estes ciclos, tão mais eficiente será o seu desempenho.

Neste sentido, se sobressai o Ciclo Operacional, que, conforme ROSS (2012), “é o tempo necessário para adquirir estoque, processá-lo, vendê-lo e receber o pagamento das vendas”.

O ciclo operacional é a junção dos ciclos econômico e financeiro da empresa. O primeiro, econômico, é caracterizado pelo período que decorre entre a aquisição do estoque e a respectiva venda dos produtos ou mercadorias (FLEURIET, 2003). O segundo, financeiro, é o intervalo de tempo

entre o pagamento das compras, ou saídas de caixa, e o recebimento das vendas, ou entradas de caixa.

O prazo médio dos estoques, dos recebimentos e dos pagamentos são os principais componentes dos ciclos das empresas. A figura abaixo ilustra os prazos médios e a identificação dos ciclos da empresa:

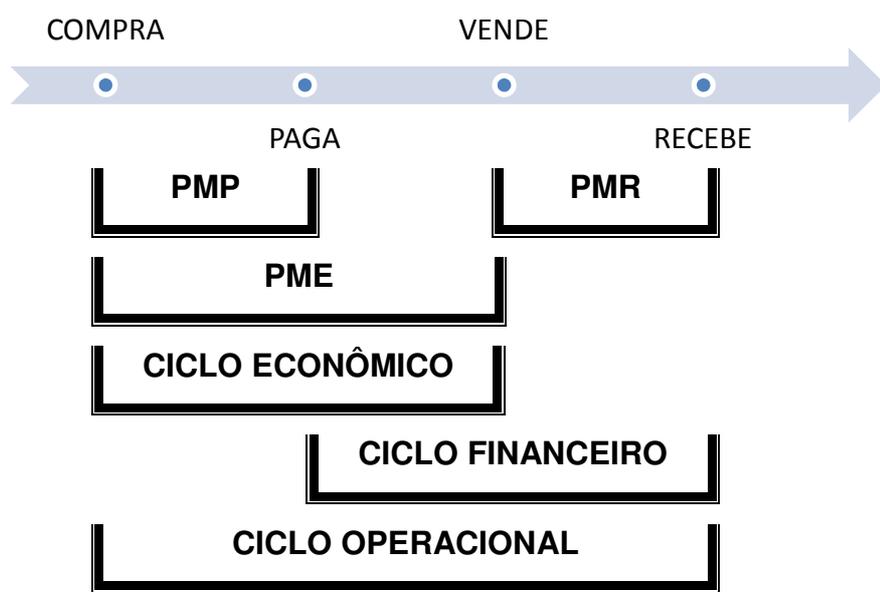


Figura 2 - Ciclos e Prazos Médios das empresas

A análise da ciclometria da empresa descreve como um produto ou mercadoria se movimenta entre as contas do Ativo Circulante, entrando no estoque, se transformando em contas a receber, para ser convertido em caixa (ROSS, 2012). Ou seja, com o decorrer do ciclo, os ativos circulantes operacionais tendem a ter sua liquidez aumentada pela agregação de valor aos itens de estoque.

Como podemos observar na figura, o ciclo financeiro é defasado em relação ao ciclo econômico, ou seja, os movimentos de caixa acontecem após os fatos econômicos de compra e venda (FLEURIET, 2003).

Em função dessa defasagem, existe um intervalo de tempo em que é necessário cobrir os desembolsos decorrentes das operações da empresa, pois já foram pagas obrigações com os fornecedores, mas ainda não foram recebidos os direitos das vendas. Esse período é o Ciclo Financeiro, caracterizado pela diferença entre o Ciclo Operacional e o Prazo Médio de Pagamentos.

Outra análise que a figura demonstra é a composição do Ciclo Operacional, que será dado pela soma do Prazo Médio de Estoques, que é equivalente ao Ciclo Econômico, com o Prazo Médio de Recebimentos, assim teremos que:

$$CO = PME + PMR \text{ e } CF = CO - PMP$$

Onde:

CO – ciclo operacional

PME – prazo médio de estoques

PMR – prazo médio de recebimentos

CF – ciclo financeiro

PMP – prazo médio de pagamentos

O ciclo financeiro é o período em que há necessidade de cobrir os desembolsos, portanto quanto mais longo for esse período, maior será o investimento necessário para financiar as atividades correntes.

Caso a empresa não dispor de capital de giro suficiente terá que buscar novos aportes financeiros, cujas despesas diminuirão o resultado financeiro. Logo, é importante buscar sempre a redução do ciclo financeiro.

Conforme ROSS (2012), a ligação entre o ciclo financeiro e lucratividade pode ser evidenciada pelo giro do ativo, dado pela razão entre vendas e ativo total. O autor esclarece que quanto maior for este giro, melhor, pois maior será o retorno sobre o Patrimônio Líquido da empresa. Assim, quanto menor for o ciclo financeiro, mais baixo será o investimento em estoques e contas a receber, portanto, menor será o ativo total e maior será seu giro.

Assim, a determinação da ciclometria da empresa proporciona a boa gestão financeira de curto prazo, adequando a sincronia aos recursos disponíveis para pagamento das obrigações.

Algumas empresas conseguem inclusive reverter a necessidade de financiamento das operações correntes, transformando as vendas em geradoras de caixa. Isto acontece quando o ciclo financeiro é negativo. Neste caso, conforme podemos supor das equações acima, o prazo médio de pagamentos é superior ao somatório dos prazos médios de estoques e recebimentos.

Na prática, são aquelas empresas que conseguem comprar, vender e receber os direitos das vendas antes de realizar os pagamentos aos fornecedores. Nesses casos, a operação é geradora de caixa, pois quanto mais vende, mais sobra caixa, uma vez que existe um intervalo de tempo em que a empresa já recebeu os direitos das vendas, mas ainda não realizou os pagamentos. Logo, quanto maior for este intervalo e maior for o volume de vendas, maior será o saldo de caixa.

Um exemplo são os supermercados, que normalmente possuem alta rotação de estoques, as vendas são recebidas praticamente à vista e os prazos com fornecedores costumam ser bastante elásticos (WALTER, 1983).

A análise da ciclometria, que engloba o Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro, é de fundamental importância para o gerenciamento das aplicações de curto prazo, ou ainda, do capital de giro, que é pertinente aos recursos empregados no desenvolvimento das atividades da empresa.

O volume adequado de capital investido será proporcionado pelo estabelecimento de parâmetros razoáveis para o giro de cada uma das etapas que compõe o Ciclo Operacional, sendo o giro dos estoques, dos recebimentos e dos pagamentos. Desse motivo, deriva sua importância para a gestão dos negócios.

3.3.7 Necessidade de Capital de Giro

A Necessidade de Capital de Giro – NCG constitui o montante de recursos demandados pelas operações da empresa para cobrir as necessidades de desembolsos durante o intervalo de tempo em que a empresa já realizou o pagamento das compras, mas ainda não recebeu os direitos gerados pelas vendas, período caracterizado como Ciclo Financeiro, ou Ciclo de Caixa, dependendo do autor (NETO, 2011).

O total desses recursos são aplicações permanentes nas operações da empresa e se alteram conforme ocorrerem variações no ciclo operacional, seja através dos prazos médios de estoques, de recebimentos ou de pagamentos.

Para que a NCG seja determinada de forma correta e segura, é necessária uma avaliação gerencial do ciclo operacional e das vendas diárias líquidas da empresa, sendo que sua numérica é dada pela equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$NCG = CF \times VDL + A$$

Onde:

NCG – Necessidade de Capital de Giro

CF – Ciclo Financeiro

VDL – Vendas Diárias Líquidas

A – Ajustes

O investimento em capital de giro, representado pelo cálculo da NCG, visa à manutenção das atividades da empresa, mas não gera lucro em si, já que não aumenta vendas, nem número de unidades produzidas (NETO, 2011). Conseqüentemente, acaba diminuindo o Retorno sobre o Investimento, já que não tem a capacidade de aumentar receitas e aumenta o montante de recursos aplicados.

A gestão nesse sentido pode adotar três diferentes políticas na administração da NCG: a) conservadora, que diminui o risco e a rentabilidade, aumentando estoques para evitar atrasos de entregas e afrouxando a concessão de créditos para aumentar as vendas; b) média, que objetiva diminuir os investimentos em itens circulantes, como estoques e contas a receber, ao ponto de não comprometer o atendimento das necessidades do cliente; e c) agressiva, que aumenta os riscos de interrupção operacional e perdas de vendas por falta de itens em estoque, além de diminuir os prazos de cobrança e as chances de inadimplência, focando exclusivamente na rentabilidade do negócio (NETO, 2011).

Fica evidente, portanto, a importância de gerenciar os recursos aplicados nas operações correntes da empresa, evidenciados pelo cálculo da Necessidade de Capital de Giro, adotando práticas e políticas que atendam aos objetivos da empresa e dos acionistas. Lembrando que os investimentos em capital de giro diminuem os riscos operacionais, mas também a rentabilidade do negócio.

3.4 ANÁLISE FINANCEIRA A LONGO PRAZO

A análise financeira de longo prazo avalia, além da capacidade de pagamento das obrigações da empresa após o período do exercício seguinte, a composição do financiamento permanente, que constitui a parcela de recursos permanentes empregados na empresa, sejam próprios ou de terceiros, que incluem dívidas de longo prazo e o capital investido pelos sócios.

Os tópicos abordados são capacidade de pagamento das obrigações a qualquer tempo, expresso pela Liquidez Geral, o grau de cobertura aos capitais de terceiros, dado pela Solvência Geral, o percentual de ativos que estão comprometidos com terceiros, representado pelo Grau de Endividamento, a proporção entre recursos próprios e de terceiros investidos na empresa, fornecido pelo Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros e o Grau de Imobilização do Capital Próprio, que mostra o quanto de recursos próprios está investido no Ativo Imobilizado.

Cada um desses indicadores é visto com mais detalhes nos subitens a seguir.

3.4.1 Liquidez Geral

Os indicadores de liquidez visam medir a capacidade de pagamento das obrigações, dessa forma, a contribuição Liquidez Geral está em avaliar a empresa tanto no curto, como no longo prazo.

A Liquidez Geral, ou Total, compara os totais dos direitos realizáveis no curto e longo prazo e bens circulantes com o total das obrigações geradas pela captação de recursos com terceiros (ZDANOWICZ, 2012). Os itens do Ativo Não Circulante não são considerados para esse índice justamente por sua definição, portanto, não devem “circular” pelo Ativo para dar quitação às obrigações.

Esse índice é utilizado como uma medida da capacidade financeira de longo prazo da empresa, ou a possibilidade dela honrar seus compromissos em dia em longo prazo, pois leva em conta não somente as disponibilidades, bens e direitos realizáveis do Ativo Circulante, mas também os valores realizáveis a longo prazo, para fazer frente às obrigações assumidas pela empresa, vencíveis em qualquer tempo (WALTER, 1983).

Este índice é calculado pela seguinte expressão (ZDANOWICZ, 2012):

$$LG = \frac{AC + ARLP}{PC + PELP}$$

Onde:

LG – Liquidez Geral ou Total

AC – Ativo Circulante

ARLP – Ativo Realizável em Longo Prazo, não leva em consideração os itens do Ativo Não Circulante

PC – Passivo Circulante

PELP – Passivo Exigível em Longo Prazo, não considera o patrimônio líquido da empresa

O objetivo dos gestores deverá ser dimensionar esse indicador tão alto quanto possível, uma vez que quanto maior for a proporção de bens e direitos de curto e longo prazo, com exceção dos itens do ativo não circulante, comparados às obrigações do mesmo período, melhor será a condição financeira de longo prazo da empresa (ZDANOWICZ, 2012).

O alto índice de Liquidez Geral sinaliza a boa gestão dos negócios, na medida em que as fontes de recursos estão gerando um volume ainda maior de aplicações. Quando os bens circulantes e os direitos de curto e longo prazo aumentam em proporção maior do que as obrigações assumidas com terceiros, temos um excelente sinalizador da eficiência com que os recursos estão sendo aplicados.

3.4.2 Solvência Geral

Solvência refere-se à capacidade do devedor em cumprir os compromissos assumidos com terceiros. Quando o devedor é capaz de honrar estes compromissos, diz-se que ele apresenta situação de “solvência”, caso contrário, de “insolvência”.

Assim, o índice de solvência geral de uma empresa informa se o conjunto de bens e direitos oferece cobertura aos capitais de terceiros, exigíveis a qualquer tempo (ZDANOWICZ, 2012).

Este indicador avalia a capacidade financeira da empresa no longo prazo e, diferentemente do índice de liquidez total, leva em consideração o ativo não circulante da empresa.

Sua expressão numérica é dada pela seguinte equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$SG = \frac{AT}{PE}$$

Onde:

SG – Solvência Geral

AT – Ativo Total

PE – Passivo Exigível, com exceção do Patrimônio Líquido

Caso o resultado auferido com este índice for igual à unidade, significa que o ativo está totalmente comprometido com recursos de terceiros, indicando que o Patrimônio Líquido da empresa é igual a zero, ou nulo. Nestas situações diz-se que a empresa está em situação de “pré-solvência”.

Quando o resultado for inferior à unidade, menor que um, a empresa está operando com um passivo à descoberto, ou seja, o total dos bens e direitos do ativo da empresa não é suficiente para quitar as obrigações assumidas com terceiros (ZDANOWICZ, 2012). Logo, o Patrimônio Líquido da empresa é negativo, caracterizando uma situação de “insolvência”.

Sempre que esse índice for superior à unidade, maior que um, indicará que a empresa possui bens e direitos suficientes para dar cobertura às obrigações. Portanto, o Patrimônio Líquido da empresa é positivo, caracterizando uma situação financeira saudável.

Conforme ZDANOWICZ (2012), não há índice de solvência geral que possa ser estabelecido como padrão, porém é aceitável um índice igual a 2 (dois), independente do porte e ritmo de atividade.

É possível pensar que quanto maior for o grau de solvência da empresa, ou seja, quanto maior for a proporção de aplicações comparadas aos recursos de terceiros, melhor é a gestão dos negócios.

Contudo, isso significa dizer que quanto maior for a proporção de recursos próprios investidos, melhor. O que nem sempre é verdade, pois a captação de recursos com terceiros, constitui um importante fator de crescimento empresarial, principalmente quando bem planejado.

Desse motivo é que deriva a sugestão do autor em manter equilíbrio entre capitais próprios e de terceiros, financiando as aplicações da empresa.

3.4.3 Grau de Endividamento

Esse indicador procura mostrar a proporção entre recursos próprios e de terceiros que compõe o financiamento das aplicações da empresa. Dessa forma, o grau de endividamento expressa a relação entre capital de terceiros e o ativo total (WALTER, 1983), indica, percentualmente, o quanto do ativo está comprometido com as obrigações assumidas com terceiros.

Quanto menor for o percentual que o índice indicar, melhor é a capacidade financeira da empresa em longo prazo, porém também menor será a capacidade crescimento, pois o endividamento, corretamente planejado, constitui fonte importante de recursos para a organização (ZDANOWICZ, 2012).

A expressão numérica desse indicador é dada pela razão entre capitais de terceiros e o ativo total, conforme equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$E = \frac{PE}{AT}$$

Onde:

E – Grau de Endividamento

PE – Passivo Exigível, não considera o Patrimônio Líquido

AT – Ativo Total

Caso o resultado apresentado seja igual a unidade, indica que o total de ativos é financiado por capitais de terceiros, conseqüentemente o Patrimônio Líquido da empresa é igual a zero.

WALTER (1983) destaca a importância de o analista avaliar este índice com sua série histórica, que indicará sua tendência, além de comparar o resultado com a média do setor em que a empresa está inserida.

O objetivo de alcance desse indicador pode ser sugestionado em 50% (cinquenta por cento), pelo simples fato de manutenção do equilíbrio entre investimentos próprios e de terceiros.

Como foi visto no grau de Solvência Geral ser igual a 2 (dois), ou seja, o total de aplicações da empresa ser duas vezes maior do que os recursos de terceiros aplicados, isso significa dizer que o restante das aplicações será composta por recursos próprios.

Dentro desses parâmetros, obviamente, cada metade do Ativo é financiada por capitais próprios e de terceiros.

3.4.4 Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros

O grau de garantia aos capitais de terceiros é a comparação entre a participação de recursos próprios e de terceiros para financiar o ativo e visa informar o nível de dependência da empresa em relação aos recursos externos para viabilizar sua operação.

Seu número é dado pela seguinte expressão (ZDANOWICZ, 2012):

$$GCT = \frac{PL}{PE}$$

Onde:

GCT – grau de garantia aos capitais de terceiros

PL – patrimônio líquido

PE – passivo exigível

Quanto mais alto for este grau, maior será a segurança para os credores financiarem a empresa, porém, assim como no grau de endividamento, menor será a capacidade de crescimento da empresa, já que as fontes de recursos dependerão dos capitais próprios (WALTER 1983).

Caso o número apresentado seja igual à unidade, isto mostra que há proporção entre recursos próprios e de terceiros, e obrigatoriamente a solvência geral será igual a dois e o endividamento igual a 0,5 (meia unidade). Isto mostra um balanço patrimonial equilibrado, da seguinte forma:

AT (100%)	PE (50%)
	PL (50%)

Tabela 4 - Balanço Patrimonial equilibrado

Nesta situação, o ativo é financiado de forma equivalente por capitais próprios e de terceiros.

Caso este grau seja inferior à unidade, isto significa que não há cobertura para os capitais de terceiros, nesta situação diz-se que a empresa está “alavancada” em capitais de terceiros, ou seja, não oferece garantia suficiente ao cumprimento das obrigações.

É comum as instituições financeiras avaliarem como ficará o grau de garantia aos capitais de terceiros antes e depois de concederem algum crédito, verificando em que proporção os recursos de terceiros financiam o ativo.

3.4.5 Grau de Imobilização do Capital Próprio

A avaliação de como os capitais próprios estão distribuídos nas aplicações da empresa é de fundamental importância para a gestão da empresa. Para isso, utiliza-se o Grau de Imobilização do Capital Próprio, que informa o quanto, percentualmente, do patrimônio líquido da empresa está sendo empregado no ativo imobilizado (ZDANOWICZ, 2012).

O grau de imobilização é dado pela razão entre Patrimônio Líquido e Ativo Imobilizado, conforme demonstrado na equação (ZDANOWICZ, 2012):

$$ICP = \frac{PL}{AI}$$

Onde:

ICP – grau de imobilização do capital próprio

PL – Patrimônio Líquido

AI – Ativo Imobilizado

É importante que o grau de imobilização do capital próprio seja superior a um, pois neste caso, haverá uma parcela excedente de capitais próprios para financiar as atividades correntes da empresa (ZDANOWICZ, 2012).

Caso este grau seja igual à unidade, significa que todo capital próprio esta comprometido com o ativo imobilizado, logo, as operações correntes da empresa são financiadas exclusivamente por capitais de terceiros.

Quando o grau apresentado é inferior à unidade, o capital próprio é insuficiente para cobrir até mesmo o imobilizado, logo, os capitais de terceiros financiam todas as aplicações circulantes e, pelo menos, parte do imobilizado.

3.5 PONTOS DE EQUILÍBRIO E FECHAMENTO

O ponto de equilíbrio, em inglês *“break even point”*, corresponde ao nível de atividade em que as receitas totais se igualam aos custos fixos e variáveis, não havendo lucro, nem prejuízo operacional (ZDANOWICZ).

O ponto de fechamento corresponde ao nível operacional em que as receitas se igualam somente aos custos fixos da empresa, ficando os custos variáveis a descoberto.

A análise e conhecimento dos pontos de equilíbrio e fechamento, representados em valores monetários, constitui uma importante ferramenta gestão financeira para a empresa, auxiliando na fixação de metas em relação aos custos fixos e variáveis e ao nível de geração de receitas.

Contudo, esta análise deve ser utilizada em curto prazo, já que é difícil prever a estabilidade dos preços em longo prazo, que são afetados por variáveis exógenas, como *commodities*, inflação, sazonalidades, por exemplo.

Dessa forma, os pontos de equilíbrio e fechamento merecem atenção contínua da empresa, devendo orientar o planejamento de curto prazo, objetivando a melhoria das margens praticadas pela redução dos gastos.

3.6 FORMAÇÃO DO PREÇO DE VENDA DAS MERCADORIAS

A formação do preço de venda das mercadorias é um dos aspectos mais importantes na análise de uma empresa comercial. Para que as vendas produzam efeito satisfatório ao longo do tempo, é preciso que a empresa esteja atenta aos diversos fatores que impactam a rentabilidade tanto no curto, como no longo prazo.

Isso significa dizer que a formação de preços não é o simples processo de acumular custos e somar margem de lucro, mas uma estimativa mais complexa, influenciada pelas despesas diretamente ligadas ao preço de venda, como alguns impostos, e pela remuneração do uso dos ativos.

Um modelo inteligente de fazer a formação de preços é orientada pelo método *DuPont*, que engloba a intensidade com que os ativos são utilizados para gerar vendas, através da sua rotação, as taxas de retorno sobre o investimento objetivadas pela empresa, a remuneração na forma do lucro, as despesas proporcionais, além dos custo fixos e variáveis unitários.

Esse modelo traduz de forma simples os vários aspectos a serem dimensionados na formação do preço de venda das mercadorias e produtos, com foco na rentabilidade global da empresa.

3.6.1 Formação de Preço com base no método DuPont

O método *DuPont* de formação de preços utiliza o giro do Ativo e a rentabilidade para fixar o preço de venda dos produtos e serviços da empresa. Sua principal vantagem aos demais métodos é integrar em uma única análise informações do Balanço Patrimonial, através do giro do Ativo, e da demonstração de resultado do exercício, por meio da margem de lucratividade (MARION, 2009).

O preço final será uma composição do custo total unitário de cada produto ou serviço, levando em consideração a velocidade das vendas com o giro do ativo, as despesas diretamente proporcionais ao preço de venda e a taxa de retorno do investimento ou do ativo (ZDANOWICZ, 2012).

A forma de cálculo do método dá-se pela seguinte equação (ZDANOWICZ, 1998):

$$PVu = \frac{CTu \times \left(\frac{R}{(R-TRI)}\right)}{1 - d \times \left(\frac{R}{(R-TRI)}\right)}$$

Onde:

PVu – preço de venda unitário

CTu – custo total unitário

R – rotação das vendas

TRI – taxa de retorno sobre o investimento

d – despesas diretamente proporcionais ao preço de venda

O valor resultante da equação é o preço-meta da empresa, para que se obtenha o retorno sobre o investimento no período desejado, mas nada garante que será o preço praticado pelo mercado. Por vezes, será maior, indicando, por exemplo, que a empresa precisa rever os ganhos marginais esperados ou aumentar a escala, melhorando a rotação das vendas, em outros casos será maior, sinalizando que a empresa pode melhorar a esperança de resultados ou até mesmo, reduzir os valores de mercado para aumentar sua participação no mercado, entre outras situações.

Algumas empresas calculam o preço de venda somando aos custos totais a margem de lucro desejada. Assim, obtém-se uma receita total que irá

remunerar o investimento ou o ativo da empresa. Logo, se o pedido aumentar, os preços poderão cair, desde que seja atingida a receita total prevista, e vice-versa.

Porém, essa condição tende a se comprovar uma mentira na medida em que os custos são tratados de forma linear, o que sabemos não ser verdade, já que existem gastos proporcionais ao preço de venda, como por exemplo, as comissões dos vendedores. Isto pode levar a empresa a vender abaixo do custo, prejudicando a receita total e a rentabilidade projetada anteriormente (ZDANOWICZ, 2012).

O componente Taxa de Retorno sobre o Investimento – TRI, exposto na equação acima, merece esclarecimentos, sendo sua inclusão na formação do preço de venda, uma das principais contribuições do método *DuPont*.

A Taxa de Retorno sobre Investimentos pode ser obtida por meio da multiplicação da Margem de Lucro pelo giro do Ativo. Assim, a rentabilidade de cada empresa é dada por uma combinação da margem de lucro que ela pratica e a velocidade de suas vendas, ou ainda o quanto que ela consegue vender por cada real em ativo (MARION, 2009). Logo, quanto melhor a margem e melhor for o giro proporcionado pelas vendas, melhor tende a ser a rentabilidade do negócio e a gestão da empresa.

Por simplificação matemática, a equação da taxa de retorno do investimento pode ser dada pela razão entre lucro líquido e ativo total, conforme segue (MARION, 2009):

$$TRI = ML \times R_{AT} = \frac{LL}{ROL} \times \frac{ROL}{AT} = \frac{LL}{AT}$$

Onde:

TRI – taxa de retorno do investimento

ML – margem de lucratividade líquida

R_{AT} – rotação do ativo

LL – montante de lucro líquido do período analisado

ROL – receita operacional líquida do período analisado

AT – ativo total

A utilização do ativo deve-se ao fato de que ao conceito de “investimento” atribui-se toda aplicação de recursos realizada com o objetivo de

gerar lucro, sendo que estas aplicações, no caso das empresas, estão evidenciadas no Ativo (MARION, 2009).

Se houver possibilidade, deve-se ainda utilizar a Lucratividade Líquida Operacional, dado pela razão entre o lucro líquido operacional e o ativo operacional, sendo este o mais adequado para o cálculo da Taxa Retorno do Investimento – TRI.

A validade em se usar a lucratividade operacional está em reconhecer as aplicações e retornos que estão diretamente vinculadas à atividade principal da empresa, descrita no contrato ou estatuto social (MARION, 2009).

Para isto é preciso recalcular o ativo e o resultado da empresa, identificando as contas ligadas à manutenção da atividade operacional. No ativo serão desconsideradas as contas de realizável em longo prazo, que normalmente são contas não operacionais, além do subgrupo investimento e aplicações financeiras, que não visam a manutenção da atividade principal.

Já para apuração do resultado líquido operacional, serão excluídos todos os rendimentos provenientes dos itens desconsiderados do ativo, descritos no parágrafo anterior, e ainda as despesas financeiras, já que o objetivo é medir o desempenho no uso do ativo, não interessando se é de terceiros ou próprio (MARION, 2009).

Teremos, então, como alternativa à expressão da Taxa de Retorno do Investimento apresentada anteriormente, àquela vinculada diretamente ao resultado operacional, seguinte:

$$TRI = \frac{LLO}{AOL}$$

Onde:

TRI – taxa de retorno do investimento

LLO – lucro líquido operacional

AOL – ativo operacional líquido

Sempre que possível, na formação do preço de venda pelo método *DuPont*, deve-se utilizar esta formação de taxa de retorno do investimento.

3.7 AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DA EMPRESA

A avaliação de valor de uma empresa é uma tarefa complexa, que não se assemelha aos fundamentos exatos da ciência, mas que se orienta por conceitos para a formulação do modelo de cálculo, admitindo níveis diferentes de subjetividade.

Em linhas gerais, existem três tipos de abordagens quando se trata em avaliação de ativos, sendo que cada empresa pode ser considerada um ativo, com um total de recursos aplicados, gerando rendimentos e que possui valor mensurável (DAMODARAN, 1997).

O primeiro tipo destaca os rendimentos futuros esperados por um ativo e atribui um valor presente baseado nos fluxos de caixa futuro. A essa abordagem chamamos de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.

A Avaliação Relativista, segunda abordagem, dimensiona o valor de um ativo comparando-o ao valor de outro ativo por meio de uma variável comum, como lucratividade, volume de vendas, valor do patrimônio líquido, entre outros.

Por fim, a terceira abordagem, chamada pelo autor por Avaliação por Direitos Contingentes, utiliza modelos de precificação para determinar o valor daquelas empresas que não estão gerando ou geram pouco caixa quando comparadas à perspectiva futura de resultados. Este modelo de avaliação é útil para empresas que possuem patentes ou direitos ainda não explorados, mas que serão valiosos no futuro.

A avaliação por fluxo de caixa descontado é considerada por muitos autores como o modelo mais apropriado para a avaliação de empresas e de ativos em geral, estando embasadas pelos mais modernos conceitos da teoria financeira, que considera que os patrimônios físicos, como prédios, máquinas e equipamentos, só tem valor pela sua capacidade de gerar resultados futuros.

Além disso, é descartada a viabilidade das demais abordagens, uma vez que não se dispõe de informações confiáveis de outras empresas, do mesmo porte e segmento de mercado, sendo assim impraticável a segunda abordagem.

De outra forma, a empresa analisada também não é detentora de bens ou direitos que possam gerar valor expressivo no futuro, logo não consideraremos a terceira abordagem.

Assim, a avaliação por fluxo de caixa descontado é a mais apropriada, quando destacamos que o valor atual de uma empresa depende da sua capacidade de gerar riqueza no futuro (NETO, 2009).

A empresa analisada possui fluxos de caixa positivos e que podem ser estimados com certo grau de precisão para no futuro, tornando esta forma de avaliação mais fácil de ser aplicada com sucesso.

Nesse modelo uma empresa é avaliada pelo valor presente dos fluxos de caixa esperados no futuro, descontados a uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade do capital. No tópico a seguir, são aprofundados os aspectos importantes no modelo de fluxo de caixa descontado.

3.7.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Esse modelo de avaliação de ativos fundamenta-se na regra de valor presente, cujo valor final deriva do somatório dos fluxos de caixa esperados, descontados a uma taxa de risco.

Sua expressão numérica é dada pela seguinte equação (DAMODARAN, 2009):

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

n – vida útil do ativo

CF_t – fluxos de caixas

r – taxa de desconto

Nos tópicos a seguir analisa-se cada componente da equação, destacando seus aspectos mais relevantes.

3.7.1.1 VIDA ÚTIL DO ATIVO – “n”

O componente “vida útil do ativo – n ”, destacado na equação pelo autor DAMODARAN, no caso das empresas será comparado ao período de *payback*, que é o tempo necessário para que o investimento inicial seja recuperado pelos fluxos de caixa futuros (NETO, 2009). Ou seja, o limite de períodos considerados para cálculo do valor presente de um investimento, será o prazo máximo que a empresa dispõe para que este investimento retorne na forma de fluxos de caixa futuros.

NETO (2009) destaca que o uso do *payback* gera limitações ao modelo, já que sua adoção restringe o horizonte dos fluxos de caixa considerados, não levando em conta períodos que antecedem ou que ocorrem após o período de *payback*.

Para o cálculo deste período são utilizadas duas metodologias de cálculo: 1) médio – neste caso o somatório dos fluxos de caixa gerados durante o período considerado é somado e dividido pelo número de intervalos, gerando a média aritmética dos fluxos. O *payback* será identificado pela soma dos fluxos médios; 2) efetivo – os fluxos de caixa são considerados no período em que efetivamente ocorrem. Assim, esta metodologia é tecnicamente superior ao *payback* médio, que altera o comportamento dos fluxos de caixa ao longo dos períodos (NETO, 2009).

Ambas as formas de definição do período de *payback* são relevantes quando há alterações significativas nos fluxos de caixa entre os intervalos de tempo considerados. Nos casos em que há estabilidade nos fluxos previstos, os valores encontrados para *payback* nas duas metodologias são praticamente idênticos, já que a média se aproxima do valor efetivo.

Na definição de um *payback* adequado, o investidor deve levar em consideração que este período é considerado um sinalizador de risco do investimento. Quanto maior for o prazo estabelecido, maior é o risco, já que as informações envolvidas na decisão são mais difíceis de prever. Assim, em épocas de maior incerteza no cenário político-econômico e de restrição na

liquidez monetária, é comum os investidores reduzirem o limite do *payback*, pelo motivo óbvio de trazer mais segurança aos investimentos (NETO, 2009).

Este fato evidencia a dificuldade de aplicar o período de *payback* como um critério para decisões de investimento a longo prazo, trazendo maior acuracidade aos valores projetados em períodos mais curtos.

3.7.1.2 FLUXOS DE CAIXA – “CF”

O segundo componente destacado na equação são os fluxos de caixa esperados durante o período em análise. Eles consistem no lucro líquido que se espera ser auferido pela empresa, durante cada intervalo de tempo que está sendo considerado. Como já vimos anteriormente, o lucro é o retorno das aplicações de recursos da empresa.

A projeção dos fluxos de caixa sofre a influência de fatores macroeconômicos, como políticas fiscais e econômicas, variação de preço das *commodities*, salários, oferta de crédito, gastos públicos, entre outros. Como estas variáveis são conjunturais, ou seja, afetam todas as empresas e pessoas, não serão consideradas na avaliação de risco dos fluxos de caixa. São importantes as perspectivas microeconômicas do setor, como o posicionamento da empresa, concorrência, projeção de crescimento, potencial de lucros e assim por diante (NEIVA, 1997).

Outro recurso importante para aumentar a segurança na projeção entender estágio de desenvolvimento da empresa, procurando prever o comportamento das receitas e despesas. DAMODARAN (2002) detalha os estágios de crescimento mais marcantes das empresas, sendo cinco ao total.

O primeiro é logo após a fundação da empresa, onde os processos operacionais estão incipientes, não há base histórica, o produto geralmente carece de testes e não tem um mercado estabelecido e não há empresas comparáveis. Nesta situação o valor da empresa depende exclusivamente de seu potencial de crescimento futuro, sendo que sua avaliação é difícil, pois há poucas informações para embasar o cálculo. O autor destaca que, neste

estágio, é comum o potencial de crescimento e, conseqüentemente, o valor da empresa se basear no histórico de sucessos dos próprios gestores.

O segundo estágio, descrito como expansão, é caracterizado pelo estabelecimento da empresa no mercado. Apesar das receitas crescerem rapidamente e as operações fornecerem sinais das margens e do crescimento, os dados não trazem segurança suficiente para serem projetados para o futuro. Logo, a maior parte do valor ainda decorre da expectativa de crescimento da empresa.

O terceiro estágio, chamado de alto crescimento, é caracterizado por uma taxa de crescimento das receitas maior do que a taxa de lucros. As operações atuais e o histórico já são utilizados para a avaliação do valor da empresa, que depende mais destas projeções do que do valor dos ativos existentes na empresa.

A quarta etapa, consiste no que o autor chama de crescimento maduro, que é a parte mais estável da curva de desenvolvimento. Nesse estágio, os lucros e fluxos de caixa estão consolidados e crescem lado a lado, a necessidade de investimento diminui e as operações atuais que são fortes indicativas do futuro. Neste caso, os ativos existentes passam a ter maior representatividade para o valor da empresa, pois as expectativas de crescimento serão estáveis.

Por ultimo, o declínio, onde as receitas e lucros já começam a cair, à medida que suas atividades amadurecem e novos concorrentes começam a ultrapassá-las. Os investimentos continuam a gerar fluxos de caixa, mas a um ritmo menos acelerado. Nesta etapa, há uma tendência de que os ativos existentes passem a representar a maior parte do valor da empresa, já que a projeção de crescimento é zero ou negativa.

Ademais, todas as informações relevantes, não citadas anteriormente, mas que podem exercer impacto nos fluxos de caixa futuros da empresa, deverão ser consideradas pelos gestores no momento da projeção de retorno do investimento.

3.7.1.3 TAXA DE DESCONTO – “i”

O modelo de avaliação de empresas através do Fluxo de Caixa Descontado, incorpora o pressuposto de um consumo hoje só é trocado por um consumo maior no futuro. Dessa forma, o investidor que aplica seu capital, espera que no futuro ele valha mais do que vale hoje, levando-se em consideração o valor do dinheiro no tempo.

A taxa de desconto, ou de atratividade é que proporciona essa remuneração, devendo refletir o grau do risco inerente aos fluxos de caixa esperados (DAMODARAN, 1997).

Assim, a Taxa de Desconto é o mecanismo utilizado para prover aumento de valor ao capital investido, devendo respeitar a relação de risco-retorno e proporcionar remuneração comparada à realidade de cada mercado.

4 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA

O Balanço Patrimonial da empresa, descrito abaixo, foi gerado pela consequência da análise dos dados financeiros.

Algumas considerações são importantes, acerca da classificação de valor dos direitos, bens e obrigações, para tornar mais claro seu entendimento pelo leitor. No Ativo Circulante, subgrupo disponível, foram verificados os saldos das contas bancárias e contado o saldo em caixa, disponível em espécie para as transações correntes da empresa, sendo estes os valores contabilizados no balanço patrimonial.

Já no subgrupo Clientes, o somatório das duplicatas não pagas, vencidas ou não e que permanecem em cobrança, expressam o valor das duplicatas a receber, descontados os valores previstos para liquidação duvidosa, através da conta redutora Duvidosos e Incobráveis.

A conta Outros Créditos reúne os direitos gerados pelas vendas perante os clientes, cujas cobranças permanecem em carteira, algumas sem data

específica de vencimento, mas consentidas com pagamento em curto prazo, evidenciadas no subgrupo Clientes em Carteira.

Os Cheques a Descontar, representam os direitos gerados pelas vendas e pagos em cheque pelos clientes, com desconto programado em datas futuras. Assim como no item Clientes, os valores desse grupo sofrem impacto da conta redutora de Duvidosos e Incobráveis, estimando os direitos que a empresa espera receber.

O valor apresentado em estoques foi dimensionado pela realização de inventário físico das mercadorias disponíveis, sendo apropriada à contagem a média ponderada de seu custo. O somatório dos subtotais por item multiplicado pelo seu valor médio de aquisição representa o valor atual de estoque da empresa.

Os impostos a recuperar e adiantamentos a funcionários são valores adiantados de obrigações não vencidas, que serão compensados no futuro.

Não foram constatados registros de direitos realizáveis a longo prazo, estando nula o grupo Ativo Realizável a Longo Prazo, da mesma forma que o Ativo Diferido.

O subgrupo Investimentos, do Ativo Permanente, apresenta a participação societária da empresa em outro negócio, do mesmo segmento, mas que não é administrada nem controlada por ela. Os valores expressos representam o total investido na empresa nas contas de imobilizado, com instalação de máquinas e móveis, e de circulante, com a compra de estoques.

Poderia ainda ser feita a avaliação do valor de mercado desta empresa e lançar o valor considerando a participação percentual das cotas que a empresa possui, contudo, este não é o objetivo do trabalho, bastando-nos apenas um número confiável do total de recursos aplicados na empresa.

Os valores correspondentes às contas do Ativo Imobilizado tiveram seu valor atualizado a preço de mercado, diferentemente do seu valor contábil, onde consta o preço histórico de aquisição e a correspondente depreciação.

No lado das contas de Passivo, grupo Circulante, a conta Salários e Encargos Sociais representa o total de salários e encargos sociais devidos.

O grupo Fornecedores reúne as Duplicatas a Pagar, que corresponde às obrigações com fornecedores em que são geradas duplicatas para cobrança

bancária. Já no subitem Outras Obrigações temos os compromissos assumidos, decorrentes das compras de mercadorias, mas que permanecem com cobrança em carteira.

O subitem Cheques a Cobrir representa o montante de obrigações pagas através de cheques que ainda não foram descontados, para os mais diversos fornecedores de mercadorias e serviços.

A conta "Impostos a Recolher" é dada pelo somatório do total de tributos devidos, mas ainda não recolhidos pela empresa, como Imposto de Renda, Contribuição Social, PIS, COFINS e a diferença da conta-corrente de ICMS.

A conta "Credores Diversos" representa o montante devido a prestadores de serviços, sem correspondência com a atividade operacional da empresa.

No grupo Provisões, as Provisões Trabalhistas são calculadas pelas provisões de férias e décimo terceiro salários, somadas aos respectivos encargos sociais incidentes sobre estes valores. As Contingências Trabalhistas representam as verbas rescisórias pertinentes ao rompimento dos vínculos empregatícios.

Ou seja, caso a empresa decidisse encerrar suas atividades no dia de fechamento do balanço, ou quisesse encerrar o contrato de trabalho com todos os funcionários, este seria o valor total estimado para pagamento das indenizações trabalhistas, como parcelas dos salários, encargos sociais e multas rescisórias devidas. É importante ressaltar que nesse valor não estão inclusas os custos com os processos judiciais e honorários advocatícios, que poderiam surgir em casos de litígio com funcionários.

No grupo Exigível a Longo Prazo, assim como no grupo Resultado de Exercícios Futuros, não foram identificados registros.

No Patrimônio Líquido, o Capital Social representa o montante investido pelos sócios no momento da constituição da empresa, que está declarado no Contrato Social. A diferença entre o somatório das contas do Ativo, o somatório das contas do Passivo e o Capital Social, constitui o restante de Patrimônio Líquido da empresa, expresso através dos Lucros Acumulados.

Abaixo, a consolidação dos dados explicados anteriormente, através do Balanço Patrimonial da empresa, com data de fechamento em 31 de agosto de 2013:

DATA: 31/08/2013 – Valores expressos em milhares de Reais (R\$ x 1.000)					
ATIVO			PASSIVO		
CIRCULANTE			CIRCULANTE		
		881			521
DISPONÍVEL		157	SALÁRIOS E ENCARGOS SOCIAIS		123
Caixa		3	Salários		38
Bancos		75	Encargos Sociais		85
Aplicações		79	FORNECEDORES		305
CLIENTES		204	Duplicatas a Pagar		51
Duplicatas a Receber		213	Outras obrigações		211
(-) Duplicatas Descontadas		(9)	Cheques a Cobrir		43
OUTROS CRÉDITOS		303	IMPOSTOS E VALORES A RECOLHER		10
Clientes		322	Impostos a recolher		10
Cheques a Descontar		81	OUTRAS OBRIGAÇÕES		1
(-) Prov. Cred. Liq. Duvid.		(100)	Credores diversos		1
ESTOQUES		213	PROVISÕES		82
Mercadorias		213	Provisões Trabalhistas		32
DESPESAS ANTECIPADAS		5	Contingências Trabalhistas		50
Impostos a Recuperar		3	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO		-
Adiantamento Funcionários		2	RESULTADO DE EXERCÍCIOS FUTUROS		-
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO		-			
PERMANENTE		537	PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
INVESTIMENTOS		118	CAPITAL SOCIAL		20
Empresas Coligadas		118	LUCROS ACUMULADOS		877
IMOBILIZADO		418			
Máquinas e Equipamentos		38			
Móveis e Utensílios		95			
Veículos		286			
DIFERIDO		-			
TOTAL ATIVO		1.418	TOTAL PASSIVO		1.418

Tabela 5 - Balanço Patrimonial da Empresa

Completando as demonstrações financeiras que servirão de base para a análise econômica-financeira da empresa, temos o Demonstrativo de Resultado do Exercício, que apresenta as receitas, despesas e resultados auferidos durante doze meses de atividades.

+	RECEITA OPERACIONAL BRUTA	8.720
(-)	TRIBUTOS SOBRE AS VENDAS	240
=	RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (ROL)	8.480
(-)	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS (CMV)	6.465
=	LUCRO BRUTO OPERACIONAL (LBO)	2.014
(-)	DESPESAS COMERCIAIS	705
(-)	DESPESAS ADMINISTRATIVAS	427
(-)	DESPESAS FINANCEIRAS	45
(-)	DESPESAS TRIBUTÁRIAS	125
=	LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (LL)	713
+	ESTOQUE INICIAL	162
+	COMPRAS	6.517
(-)	ESTOQUE FINAL	213
=	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS	6.466

Tabela 6 - Demonstrativo de Resultado da Empresa

A tabela apresenta as contas auferidas no período entre setembro de 2012 e agosto de 2013. Assim temos os dados atualizados para o cálculo dos indicadores, sendo o Balanço Patrimonial o mais recente quanto possível, ao final do mês de agosto de 2013 e os Demonstrativos de Resultados do Exercício dos doze meses anteriores.

Com a clareza dos dados apresentados, é realizado o cálculo dos principais indicadores estudados, para posteriormente analisar a empresa nos âmbitos econômico e financeiro, no curto e no longo prazo, além de calcular os pontos de equilíbrio e fechamento, revisar a formação do preço de venda das mercadorias e estimar seu valor de mercado.

4.1 INDICADORES ECONÔMICOS

4.1.1 Taxa de Lucro Bruto

A margem bruta mede o percentual excedente da receita líquida após a empresa haver pagado as mercadorias, produtos e serviços. Sua equação é dada.

$$LB = \frac{LBO}{ROL} = \frac{2.014}{8.480} = 0,2375 \text{ ou } 23,75\%$$

O cálculo da Margem Bruta informa que de cada Real gerado em vendas líquidas, onde são descontados os impostos sobre as vendas e demais abatimentos, aproximadamente R\$ 0,24 (vinte e quatro centavos de Real) permanecem para cobrir as despesas operacionais e remunerar o capital investido na forma de lucro.

4.1.2 Taxa de Lucratividade Líquida

A lucratividade líquida da empresa é dada pela equação:

$$LL = \frac{LL}{ROL} = \frac{713}{8.480} = 0,0841 \text{ ou } 8,41\%$$

A expressão revela que para cada Real em vendas líquidas geradas, no período considerado, aproximadamente 8,4% (oito por cento e quatro décimos) permaneceram para remunerar os capitais investidos, na forma de lucros, seja para a distribuição aos sócios ou para reinvestimento na própria empresa.

4.1.3 Taxa de Retorno sobre o Investimento

A taxa de retorno sobre o investimento é dada por:

$$ROI = \frac{LLO}{AOL}$$

O Ativo Operacional Líquido – AOL é composto por todos os bens necessários para desenvolver as atividades voltadas ao negócio. Assim, teremos que classificar as contas do Ativo, elencando quais delas estão diretamente vinculadas com a geração de receitas da atividade-fim do negócio, que é a comercialização de gêneros alimentícios:

ATIVO		Classificação
CIRCULANTE		881
DISPONÍVEL		157
Caixa	3	Operacional
Bancos	75	Operacional

Aplicações		79	Financeiro
CLIENTES		204	Operacional
Duplicatas a Receber	213		
(-) Duvidosos e Incobráveis	(9)		
OUTROS CRÉDITOS		303	Operacional
Cientes em carteira	322		
Cheques a Descontar	81		
(-) Duvidosos e Incobráveis	(100)		
ESTOQUES		213	Operacional
Mercadorias	213		
DESPESAS ANTECIPADAS		5	Operacional
Impostos a Recuperar	3		
Adiantamento Funcionários	2		
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO		-	
PERMANENTE		537	
INVESTIMENTOS		118	Financeiro
Empresas Coligadas	118		
IMOBILIZADO		418	Operacional
Máquinas e Equipamentos	38		
Móveis e Utensílios	95		
Veículos	286		
DIFERIDO		-	
TOTAL ATIVO		1.418	

Tabela 7 - Classificação dos Itens do Ativo

O total das contas operacionais do ativo é dado pelo descontos das contas financeiras, conforme descrito abaixo:

$$AOL = 1.418 - 79 - 118 = 1.221$$

O Lucro Líquido Operacional é o resultado obtido exclusivamente pelas atividades operacionais da empresa, calculado antes das despesas financeiras, que representam a forma como a empresa é financiada, sendo uma decisão de passivo, e não de ativo, além de outras despesas não operacionais. Então, antes de calcular o Retorno sobre o Investimento, é preciso saber o resultado líquido da empresa, descontadas as despesas financeiras e não operacionais.

Para isso, será reformado o Demonstrativo de Resultado do Exercício, conforme segue:

+	RECEITA OPERACIONAL BRUTA	8.720
(-)	TRIBUTOS SOBRE AS VENDAS	240
=	RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (ROL)	8.480
(-)	CUSTO DAS MERCADORIAS VENDIDAS (CMV)	6.465
=	LUCRO BRUTO OPERACIONAL (LBO)	2.014
(-)	DESPEAS COMERCIAIS	705
(-)	DESPEAS ADMINISTRATIVAS	427
(-)	DESPEAS FINANCEIRAS	45
(-)	DESPEAS TRIBUTÁRIAS	125
=	LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (LL)	713
=	LUCRO LÍQUIDO OPERACIONAL DO EXERCÍCIO	758

Tabela 8 - Apuração do Resultado Operacional da Empresa

Verifica-se, portanto, que o cálculo do Lucro Líquido Operacional teve um incremento na ordem de R\$ 45 mil (quarenta e cinco mil reais) gastos em despesas financeiras no período. Como não foram identificadas outras receitas e despesas não operacionais, o LLO do período foi igual a R\$ 758 mil (setecentos e cinquenta e oito mil reais).

Assim, há condições de calcular o Retorno sobre o investimento:

$$ROI = \frac{LLO}{AOL} = \frac{758}{1.221} = 0,621 \text{ ou } 62,1\%$$

Como o valor calculado do ROI é baseado no Lucro Líquido auferido nos últimos doze meses, a taxa é dimensionada ao ano. Dessa forma, constata-se que aproximadamente 62% (sessenta e dois por cento) do capital investido exclusivamente na operação da empresa, retorna, na forma de lucros, no período de um ano.

Com base nesse valor é possível dizer que o prazo para retorno do capital investido, considerado de forma linear, é de aproximadamente 1,6 (um inteiro e seis décimos) de anos, ou 1 (um) ano e 7 (sete) meses. Para isso, basta calcular o prazo necessário para que o Lucro Líquido Operacional se torne equivalente ao Ativo Operacional Líquido, por regra de três simples:

$$\frac{758}{1.221} = \frac{1}{x} \rightarrow x = \frac{1.221}{758} = 1,6 \text{ anos}$$

Portanto, o a Taxa de Retorno sobre o Investimento, que considera os resultados e aplicações diretamente ligadas à operação da empresa, é aproximadamente 62% (sessenta e dois por cento) ao ano. O que equivale dizer, que cada Real investido na operação, demora 1 (um) ano e 7 (sete) meses para que retorne na forma de lucro.

4.1.4 Taxa de Retorno Sobre o Ativo

A taxa de retorno sobre o ativo considera o total de ativos, nos ajudando a estimar o retorno dos recursos aplicados na empresa, seja próprio ou de terceiros. Seu valor é dado por:

$$ROA = \frac{LL}{AT} = \frac{713}{1.418} = 0,5028 \text{ ou } 50,28\%$$

Dessa forma, é possível observar que o Retorno sobre o Ativo é aproximadamente 50% (cinquenta por cento) ao ano, já que são considerados os lucros líquidos auferidos nos últimos doze meses.

É possível estimar quanto tempo decorre para que o capital total aplicado na empresa retorne na forma de lucro, de forma linear, por regra de três simples:

$$\frac{713}{1.418} = \frac{1}{x} \rightarrow x = \frac{1.418}{713} = 1,99 \text{ anos}$$

Com a expressão numérica, verifica-se que cada Real investido na empresa, demora aproximadamente 2 anos para que seja retornado forma de lucros, levando em considerando as aplicações e resultados não operacionais. O que equivale dizer que a Taxa de Retorno sobre o Ativo é equivalente a 50% (cinquenta por cento).

4.1.5 Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

A taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido estima o retorno que está sendo obtido sobre os recursos próprios empregados na empresa:

$$ROI = \frac{LL}{PL} = \frac{713}{897} = 0,795 \text{ ou } 79,5\%$$

A expressão informa que o rentabilidade dos capitais próprios investidos na empresa é de aproximadamente 79% (setenta e nove por cento) ao ano. Podemos estimar o período que decorre até que a totalidade dos recursos retorne, de forma linear, aplicando-se a regra de três simples:

$$\frac{713}{897} = \frac{1}{x} \rightarrow x = \frac{897}{713} = 1,26 \text{ anos}$$

Evidencia-se, dessa forma, que cada Real, proveniente dos recursos próprios, investidos na empresa levam 1 (um) ano e 4 (quatro) meses para retornar na forma de lucros, o que equivale dizer, que a Taxa de Retorno do Patrimônio Líquido é igual a 79% (setenta e nove por cento).

4.2 INDICADORES FINANCEIROS DE CURTO PRAZO

4.2.1 Índices de Liquidez

O primeiro índice de liquidez a ser calculado é a Imediata. Sua equação resulta do total de disponibilidades possíveis de serem utilizadas para cobrir as obrigações de curto prazo da empresa. Neste sentido temos que a liquidez imediata no caso da empresa será dado por:

$$LI = \frac{\text{Disponível}}{PC} = \frac{157}{521} = 0,30$$

O próximo índice é a liquidez seca, caracterizado pela proporção das disponibilidades e dos direitos já adquiridos perante clientes em comparação com suas obrigações de curto prazo. Sua forma de cálculo e o índice da empresa serão:

$$LS = \frac{\text{Disponível} + VR_{LIQ}}{PC} = \frac{157 + 204 + 303}{521} = \frac{664}{521} = 1,27$$

A liquidez corrente compara as disponibilidades, direitos de curto prazo e estoques com o montante de obrigações de curto prazo da empresa. Sua forma de cálculo e o índice da empresa encontram-se dispostos a seguir:

$$LC = \frac{\text{Disponível} + VR_{LIQ} + \text{Estoques}_{LIQ}}{PC} = \frac{664 + 213}{521} = 1,68$$

Com os dados do Balanço Patrimonial, de forma rápida e segura, se obtém informações sobre capacidade de pagamento e a chance da empresa vir a ter dificuldades em honrar seus compromissos na data acordada.

Na empresa analisada, o índice de Liquidez Imediata é equivalente a 0,30 (três décimos), enquanto que a Liquidez Seca é igual a 1,27 (um inteiro dois décimos e sete centésimos) e a Liquidez Corrente corresponde a 1,68 (um inteiro seis décimos e oito centésimos).

4.2.2 Capital Circulante Líquido

O capital circulante líquido é dado pela equação:

$$CCL = AC - PC = 881 - 521 = 360$$

Pela equação, tem-se que o CCL equivale a R\$ 360 mil (trezentos e sessenta mil reais). Por ser positivo, significa que está sendo financiado por recursos próprios.

Além disso, observa-se que o Ativo Circulante é quase 70% (setenta por cento) superior ao Passivo Circulante, o que constitui em boa folga de recursos financeiros aplicados nas operações correntes, o que, por um lado, traz segurança para as atividades, mas, por outro, diminui a rentabilidade global da empresa.

4.2.3 Índice de Rotação e Prazo Médio de Estoques

O índice de rotação dos estoques indica o número de vezes que os estoques giraram no período. Seu valor é dado pela equação:

$$IRE = \frac{(EI + Compras - EF)}{Estoques_{médio}} = \frac{(162 + 6.517 - 213)}{211} = 30,64$$

Há que se observar também que na empresa referida o parte significativa do estoque de mercadorias é altamente perecível, tendo seu prazo de validade consumado em poucos dias. Portanto, a cada dia que se aproxima da data de validade, enfraquece-se a barreira para a venda, já que em caso de não se constituir em receita a receber, mesmo que de cobrança duvidosa, o estoque será completamente perdido por seu vencimento. Antes uma dúvida

de receita a receber, do que um estoque perdido na loja sem ter sido vendida, que além da perda integral de valor, gerará custos para seu descarte.

O prazo médio dos estoques é estimado pela comparação entre o nível atual de estoques, evidenciado no Balanço Patrimonial, e o somatório dos custos das mercadorias vendidas, apresentado no demonstrativo do resultado do exercício. O CMV – Custo das Mercadorias Vendidas é calculado somando-se as compras do período à variação do estoque.

A estimativa do prazo médio de estoques é dada pela equação:

$$PME = \frac{t}{IRE} = \frac{365}{30,64} = 11,91 \cong 12 \text{ dias}$$

O prazo médio de estoques é estimado em 12 (doze) dias, o que significa dizer que, na média das transações realizadas pela empresa, cada produto é vendido 12 (doze) dias após sua aquisição.

4.2.4 Índices de Rotação e Prazo Médio dos Recebimentos

O prazo médio dos recebimentos é facilmente calculado, considerando-se as vendas dos últimos 12 meses, que é o período analisado, com o total de direitos gerados por estas vendas, que estão evidenciados pelos direitos no Balanço Patrimonial.

Com base nas informações acima, podemos aplicar a equação ao caso da empresa, onde temos como total de receita operacional líquida o montante de 8.540 e como clientes o montante de 507, que incluem as contas de “Duplicatas a receber”, “Clientes” e “Cheques a descontar”, ou seja, todos os direitos adquiridos provenientes das vendas da empresa, expostas no Balanço Patrimonial apresentado. Assim, o Índice de Rotação dos Recebimentos é calculado pela equação abaixo:

$$IRR = \frac{Vendas}{Contas a Receber} = \frac{8.480}{204 + 303} = \frac{8.480}{507} = 16,73$$

Utilizando a estimativa de giro, o Prazo Médio de Recebimentos pode ser calculado da seguinte forma:

$$PMR = \frac{t}{IRR} = \frac{365}{16,73} = 21,82 \cong 22 \text{ dias}$$

O cálculo evidencia que o prazo médio dos recebimentos é aproximadamente 22 (vinte e dois) dias, ou seja, cada venda gerada leva aproximadamente este período para ingressar no caixa da empresa. Dada a atividade econômica da empresa, comércio de alimentos, que por natureza possui alta perecibilidade, podemos considerar este prazo de recebimentos alto, já que é superior inclusive ao prazo de validade de alguns produtos. O que significa dizer que em muitos casos o produto que a empresa comercializa, já foi comprado, revendido, consumido e a empresa ainda não recebeu os direitos da venda.

Além disso, a empresa possui um bom índice de recebimento de vendas à vista, que representa aproximadamente 46% (quarenta e seis por cento) do total das vendas. Neste caso, podemos, inclusive, recalculamos os valores acima, criando outro índice que podemos convencionar chamar de “prazo médio dos valores a receber”, ou seja, considerando somente as vendas à prazo, qual é o prazo médio que está sendo praticado. Para isto, precisaremos descontar o percentil de vendas a vista do montante da receita operacional líquida que o DRE evidencia, quando teremos a seguinte equação:

$$PMR = \frac{\text{Contas a Receber}}{\text{Vendas} - VV} \times 365$$

Onde:

VV – montante de vendas à vista

Dessa forma, as Vendas, que consistem no denominador, são reduzidas ao montante das vendas à prazo, expressos na equação a seguir:

$$PMVR = \frac{507}{8.480 - 3.901} \times 365 \cong 40 \text{ dias}$$

Nessa situação, o Prazo Médio dos Valores a Receber, decorrentes somente das vendas a prazo, são estimados em 40 (quarenta) dias. Ou seja, cada venda a prazo demora 40 (quarenta) dias para que ingresse no caixa da empresa, evidenciando que qualquer aumento na concessão de créditos por parte da empresa, pode resultar em problemas de caixa, mesmo apresentando resultados econômicos positivos.

4.2.5 Índice de Rotação e Prazo Médio dos Pagamentos

O Índice de Rotação dos Pagamentos é estimado pela razão entre o Custo das Mercadorias Vendidas no período e o total de obrigações assumidas com fornecedores, evidenciados no Demonstrativo de Resultado do Exercício e no Balanço Patrimonial, respectivamente. Conforme demonstrado na equação abaixo:

$$IRP = \frac{CMV}{Fornecedores} = \frac{6.465}{305} = 21,2$$

Para que possamos estimar como se está o prazo médio dos pagamentos da empresa, devemos considerar quanto tempo cada giro demorou para acontecer durante o período em análise. Dessa forma, teremos que:

$$PMP = \frac{t}{IRP} = \frac{365}{21,2} \cong 17 \text{ dias}$$

Verifica-se com o cálculo das equações, que a empresa demora, em média, 17 (dezessete) dias para honrar os compromissos assumidos com terceiros, ou seja, cada compra realizada é paga depois de decorrido este número de dias.

4.2.6 Determinação do Ciclo Operacional e Financeiro

Anteriormente, calculamos o período médio decorrente entre um estágio e outro do ciclo econômico. Identificamos que o prazo médio de estoques, atualmente estimado em 12 (doze) dias na empresa analisada, é o tempo que decorre entre a compra e a venda das mercadorias.

Verificamos também que o prazo médio dos recebimentos da empresa, que fica em torno de 22 (vinte e dois) dias quando levamos em consideração

todas as vendas e 40 (quarenta) dias, quando desconsideramos do cálculo as vendas à vista.

Por fim, calculamos que o prazo médio dos pagamentos é o tempo médio que decorre entre as compras e os pagamentos, sendo equivalente a 17 (dezessete) dias.

Sendo assim temos como ciclotria da empresa analisada os seguintes intervalos de tempo:

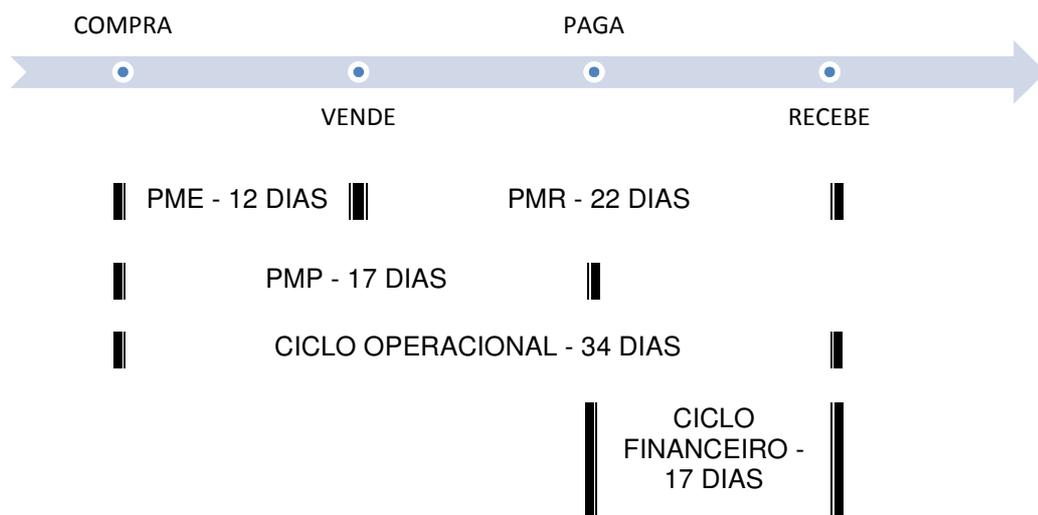


Figura 3 - Ciclos e Prazos Médios da Empresa

Quando lançamos os dados gerados a partir das estimativas na linha de ciclotria da empresa, percebemos que a ordem clássica se inverte entre pagamentos e venda. Isto ocorre em função de que, a partir da data de compra, o estoque é vendido antes que seja realizado o seu pagamento, já que o prazo médio de pagamentos, igual a 19 dias, é superior ao prazo médio de estoques, igual a 12 dias, sendo que ambos são contados a partir da data de compra.

A sincronia dos prazos médios na linha evidencia duas informações muito importantes para a administração financeira da empresa: i) o ciclo econômico – que caracteriza o tempo total que a empresa demora em comprar, pagar, vender e receber, e ii) o ciclo financeiro – que demonstra o período em que a empresa precisa cobrir os desembolsos de recursos até que receba os direitos gerados pela venda.

O ciclo financeiro acaba por se tornar um investimento permanente de recursos circulantes, pois as operações da empresa são correntes e todos os

dias inicia e termina um novo ciclo. Com base nisto, podemos estimar o total de recursos que são investidos em contas do ativo circulante para o financiamento do ciclo financeiro.

4.2.7 Determinação da Necessidade de Capital de Giro

A necessidade de capital de giro da empresa será dada pela equação abaixo:

$$NCG = (PMR + PME - PMP) \times VDL$$

Onde:

NCG – vendas diárias líquidas

PMR – prazo médio de recebimentos

PME – prazo médio de estoques

PMP – prazo médio de pagamentos

VDL – vendas diárias líquidas

$$NCG = (22 + 12 - 17) \times \frac{8.480}{365} = 17 \times 23,2 \cong 395$$

Assim, temos que estimativa da necessidade de capital de giro da empresa será equivalente a R\$ 395 mil (trezentos e noventa e cinco mil reais).

4.3 INDICADORES FINANCEIROS DE LONGO PRAZO

4.3.1 Índice de Liquidez Total

A liquidez total, ou geral, é a comparação entre os bens e direitos de curto e longo prazo com as obrigações de curto e longo prazo da empresa. Em consequência disto, seu cálculo é dado por:

$$LG = \frac{AC + ARLP}{PC + PELP} = \frac{881 + 0}{521 + 0} = 1,69$$

A capacidade de pagamento das obrigações a qualquer tempo, expressa pela Liquidez Total, é aproximadamente igual ao índice de Liquidez Corrente, pelo fato de não terem sido registrados direitos e compromissos vencíveis no longo prazo. Dessa forma, a comparação do índice de liquidez a curto prazo, será equivalente ao de longo prazo, que nesse caso é nulo.

4.3.2 Solvência Geral

A solvência geral é utilizada para medir se os bens e direitos cobrem os capitais de terceiros. Seu índice é dado pela equação:

$$SG = \frac{AT}{PE} = \frac{1.418}{521} = 2,72$$

O índice nos informa que a empresa oferece boa cobertura aos capitais de terceiros, sendo que para cada real em obrigações, existem R\$ 2,72 (dois reais e setenta e dois centavos) aplicados em bens e direitos na empresa.

4.3.3 Grau de Endividamento

Avalia a possibilidade da empresa apresentar problemas de caixa – curto prazo – ou de capital de giro – longo prazo. Sua expressão é dada pela equação:

$$GE = \frac{PE}{AT} = \frac{521}{1.418} = 0,37 \text{ ou } 37\%$$

O Grau de Endividamento informa que 37% das disponibilidades, bens e direitos realizáveis estão comprometidos com recursos de terceiros empregados na empresa.

Como vimos anteriormente, a sugestão de valor para este índice é aproximadamente 50%, o que demonstra que a empresa possui baixo grau de endividamento, oferecendo flexibilidade financeira para os gestores.

4.3.4 Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros

Esse indicador avalia o nível de dependência da empresa com recursos de terceiros. Sua equação é dada por:

$$GCT = \frac{PL}{PE} = \frac{897}{521} = 1,72$$

O Grau de Garantia aos Capitais de Terceiros mostra que os recursos próprios empregados na empresa superam os de terceiros em aproximadamente 72% (setenta e dois por cento).

Nesse sentido, não há dependência dos capitais de terceiros.

4.3.5 Grau de Imobilização do Capital Próprio

Indica quanto dos recursos disponíveis no Patrimônio Líquido está empregado no Ativo Imobilizado da empresa. Sua equação é dada por:

$$ICP = \frac{PL}{AI} = \frac{897}{418} = 2,15$$

O fato dos recursos do Patrimônio Líquido superarem as aplicações do Ativo Imobilizado em mais de duas vezes, demonstra que a empresa cobre, com recursos próprios, as aplicações permanentes e oferece um bom montante para o financiamento das operações correntes, demonstradas no Passivo Circulante.

4.4 PONTOS DE EQUILÍBRIO E FECHAMENTO

Os pontos de fechamento e equilíbrio informam o total de receitas líquidas necessárias para cobrir os custos fixos e os custos totais da operação, respectivamente.

No caso da empresa em análise, o custo fixo é representado pelo montante de despesas operacionais do período, uma vez que compreendem gastos demandados para a empresa funcionar, mas que não estão diretamente vinculados ao volume de vendas. Enquanto que os custos variáveis são representados pelos Custos das Mercadorias Vendidas, que englobam o total de compras e a variação de estoque do período.

Dessa maneira, é utilizado os dados apresentados no Demonstrativo de Resultado do Exercício para o cálculo dos pontos de fechamento e equilíbrio, sendo o CMV equivalente aos custos variáveis e o montante das Despesas Operacionais a igualdade dos custos fixos.

Pela visão econômica, o Ponto de Equilíbrio acontece quando a Receita Total iguala os custos totais somados a uma remuneração mínima sobre o capital próprio investido, ou seja, o patrimônio líquido.

Nesse sentido, a taxa mínima aos acionistas é comparada ao investimento dos recursos em depósitos de poupança, que, de acordo com informações do Banco Central do Brasil², é aproximadamente 6,5% (seis por cento e cinco décimos) ao ano. Assim, a remuneração mínima dos sócios é projetada pelo total de Patrimônio Líquido multiplicado pela rentabilidade, conforme equação:

$$RMA = PL \times TM = 897 \times 6,5\% = 58,30$$

O montante exigido pelos sócios é equivalente a R\$ 58 mil (cinquenta e oito mil reais). Os custos fixos são dados pelas despesas operacionais, que inevitavelmente irão incorrer com a empresa em funcionamento.

Logo, o ponto de fechamento da empresa acontece quando as receitas totais igualam os custos fixos, dado pelo somatório das Despesas Operacionais no último ano, somados à remuneração mínima dos sócios, conforme a equação:

$$CF = DO + RMA = (705 + 427 + 45 + 125) + 58 = 1.359$$

Com os resultados apresentados é possível observar que o ponto de fechamento durante o ano acontece quando as receitas líquidas totais atingem R\$ 1.359 milhares (hum milhão trezentos e cinquenta e nove mil reais). O

² Conforme informações divulgadas no site do Banco Central do Brasil – BCB <http://www4.bcb.gov.br/pec/poupanca/poupanca.asp>

comportamento mensal é dado pelo valor estimado dividido pelo número de períodos em análise, sendo de 12 (doze) meses nesse caso:

$$PF_{mensal} = \frac{PF}{t} = \frac{1.359}{12} \cong 113$$

Assim o ponto de fechamento mensal, ou ainda, o total de receitas líquidas a serem alcançados para cobrir os custos fixos da empresa, dado pelas despesas operacionais e pela remuneração mínima sobre os capitais próprios investidos, é equivalente a R\$ 113 mil (cento e treze mil reais).

Os custos variáveis são calculados a partir do Custo das Mercadorias Vendidas. Assim, a análise do DRE fornece as informações necessárias para saber quanto o CMV representa sobre o montante de Receitas Líquidas, conforme a equação abaixo:

$$CV = \frac{6.465}{8.480} = 0,7624$$

Agora temos condições de calcular o ponto de equilíbrio da operação, quando as receitas totais cobrem os custos fixos, equivalente a R\$ 1.359 mil (um milhão trezentos e cinquenta e nove mil reais) e os custos variáveis, que consomem 76,24% das Receitas Operacionais Líquidas do período, conforme a equação:

$$RT = CV + CF \rightarrow RT = (0,7625 \times RT) + 1.359 \cong 5.720$$

A equação mostra que o ponto de equilíbrio acontece quando a Receita Operacional Líquida atinge o valor de R\$ 5.832 mil (cinco milhões setecentos e dezenove mil) no decorrer de um ano.

É possível estimar qual é o ponto de equilíbrio da operação por mês, já que o vencimento das despesas operacionais é mensal, assim esta informação acaba sendo importante para a gestão das contas a pagar. Nesse caso, a receita total, estimada no ponto de equilíbrio, é dividida pelo número de períodos em análise, que no nosso caso é igual a 12 (doze) meses:

$$PEq_{mensal} = \frac{RT}{t} = \frac{5.719}{12} = 478$$

Contata-se, portanto, que o ponto de equilíbrio mensal acontece quando a empresa atinge R\$ 478 mil (quatrocentos e setenta e oito mil reais) de Receita Líquida Operacional.

Sendo assim, esse é o valor necessário para cobrir os custos totais da empresa, considerados fixos, variáveis e a remuneração mínima sobre os recursos próprios investidos na empresa.

Essa informação deve ser utilizada no gerenciamento das vendas e das contas a receber.

4.5 FORMAÇÃO DO PREÇO DE VENDA DAS MERCADORIAS

A análise da formação do preço de venda das mercadorias é importante para qualquer empresa, especialmente para a que está sendo analisada, pois dentro da sua carteira de produtos comercializados existem dois cenários diferentes:

- a) os itens hortifruti têm seu preço de venda altamente influenciado pelos preços praticados pelos concorrentes, alto giro de estoques e representam o maior volume de receitas da empresa;
- b) por outro lado, os gêneros alimentícios variados, como doces e farináceos em geral, têm menor giro de estoque, participação reduzida nas vendas e não possuem comparativos imediatos e confiáveis de preço, proporcionando mais elasticidade no preço de venda.

Além disso, a forma como a empresa define o preço de venda pode fazer com que se comercializem mercadorias abaixo do custo total unitário, quando são consideradas além do custo variável, os custos fixos. Isto acontece, pois a fórmula de cálculo consiste em adicionar 40% (quarenta por cento) de margem ao custo de aquisição, evidenciado na Nota Fiscal.

Esta medida pode fazer a empresa perder rentabilidade, já que alguns itens poderiam ser comercializados a um preço melhor, ou até mesmo operar no prejuízo, pois a perda de rentabilidade distancia a empresa de atingir o ponto de equilíbrio, cobrindo as despesas operacionais.

Nestes termos, aplicaremos o método *DuPont* de precificação, já descrito anteriormente, convencionando que:

- 1) O Custo Total Unitário - CTu, será composto pelo custo de aquisição líquido das mercadorias (sem os impostos proporcionais, como o ICMS) e acrescido do respectivo valor de frete;
- 2) As Despesas diretamente proporcionais ao preço de venda – d totalizarão 21,65%, sendo compostas por 20,65% de impostos (ICMS – 17%, PIS – 0,65%, COFINS – 3,0%) e 1,0% de comissões destinadas a área comercial e participação de funcionários nos lucros e resultados.
- 3) A Taxa de Retorno do Investimento – TRI será igual a 0,62, dada pela razão entre o Lucro Líquido Operacional, igual a 758 (setecentos e cinquenta e oito mil reais), e o Ativo Operacional Líquido 1.221 (um milhão duzentos e vinte e um mil reais).
- 4) A Rotação do Ativo – R será igual a 6,94, dada pela razão entre a receita líquida operacional, igual a 8.480, e pelo ativo operacional líquido, igual a 1.221.

Com base nesses dados, temos condições de calcular a fórmula genérica de formação do preço de vendas das mercadorias pelo método DuPont, que será dada por:

$$PVu = \frac{CTu \times \left(\frac{R}{(R-TRI)}\right)}{1 - d \times \left(\frac{R}{(R-TRI)}\right)} = \frac{CTu \times \left(\frac{6,94}{(6,94-0,62)}\right)}{1 - 0,22 \times \left(\frac{6,94}{(6,94-0,62)}\right)} = CTu \times 1,4477$$

A equação acima informa que o Preço de Venda Unitário é fornecido pela multiplicação do Custo Unitário líquido de cada mercadoria do fator 1,45 (um inteiro quarenta e cinco centésimos), o que significa dizer que os custos totais unitários deverão adicionar aproximadamente 45% (quarenta e cinco por cento) para definir o preço de venda.

O método Du Pont nos mostra que o cálculo correto do preço alvo de venda das mercadorias apresenta uma defasagem da atual prática da empresa, onde são adicionados 40% (quarenta por cento) sobre os custos variáveis das mercadorias, ou custo de aquisição.

Este modelo nos auxilia a modelar a precificação média dos produtos, contudo a prática nos mostra que alguns produtos ficariam abaixo do preço de praticado, desperdiçando margens e outros ficariam acima, perdendo competitividade, revelando que este modelo, antes de um método prático para

a precificação de mercadorias, é uma importante ferramenta de análise da rentabilidade da empresa, em especial da margem bruta que deverá ser auferida nas transações.

Nesse sentido, cabe aos gestores da empresa reavaliar a forma como os produtos estão sendo precificados, comparando a metodologia *DuPont* com a realidade de preços praticados pela concorrência, para que seja possível melhorar a rentabilidade sobre cada item comercializado.

4.6 AVALIAÇÃO DO VALOR DE MERCADO DA EMPRESA

O valor de mercado da empresa é estimado pela projeção dos fluxos de caixa, corrigidos pela inflação do período. O prazo máximo para retorno do investimento inicial, período de *payback*, é de dois anos e a taxa de mínima de atratividade estipulada é de 16,5% ao ano.

A escolha do período de *payback*, considerado o tempo necessário para que o investimento seja recuperado pelas entradas de caixa, deve-se ao fato de reduzir as incertezas do investimento.

A taxa de desconto utilizada para os fluxos de caixa é a taxa mínima de atratividade, sendo esta uma composição de:

- a) custo de oportunidade, que é a remuneração que o capital teria em alternativas de investimentos não escolhidas;
- b) risco, representando a possibilidade de um revés no investimento, ou seja, quanto maior a chance de dar errado, maior o risco e maior a expectativa de ganho, e;
- c) liquidez do negócio, que significa a capacidade que o investidor teria em resgatar os recursos aplicados, sem perda de valor, e mudar sua posição em investimentos no mercado.

Para sua estimativa do custo de oportunidade será tomado como base a rentabilidade média dos fundos de renda fixa. Conforme definição da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, esta categoria de fundos busca retorno com aplicações em ativos de

renda fixa, não admitindo a exposição dos recursos às variações de moedas estrangeiras ou renda variável. Além disto, devem manter 80% da carteira com títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito com registro e garantia das câmaras de compensação.

Como estes fundos apresentam baixo risco, parece ser um bom ponto de partida para a adoção de uma taxa mínima de atratividade. A rentabilidade média atual desta categoria de investimentos no Brasil é de 8,3% (oito por cento e três décimos)³, observada no período de outubro de 2012 a setembro de 2013.

Os demais componentes, risco e liquidez, expressam critérios mais subjetivos, portanto mais complexos de serem contabilizados. Dessa forma, a taxa mínima de atratividade, a ser utilizada como taxa de desconto da projeção dos fluxos de caixa, será designada entre 15% (quinze) e 18% (dezoito por cento) ao ano, no objetivo de oferecer cobertura aos riscos envolvidos na avaliação, podendo ser enumerados:

- a) o lucro líquido da empresa apresenta queda, quando analisado o horizonte dos últimos 24 (vinte e quatro) meses. Não foi constatado o motivo, podendo ter ocorrido alguma situação complicadora na concorrência, aumentando o nível de incerteza dos fluxos de caixa futuros;
- b) há fragilidades na gestão da empresa, como falta de processos e funções.
- c) na apuração do resultado econômico, não estão sendo considerados as provisões para inadimplência, portanto, o resultado efetivo em caixa poderá ser menor do que o apresentado no econômico.

Quanto ao fluxo de caixa projetado, o investidor que pretende comprar a empresa pode esperar que o lucro líquido da empresa seja, no mínimo, igual ao já obtido nos últimos doze meses, ajustado pela taxa de inflação do período. Para a correção inflacionária, será adotada a variação de preços do grupo de alimentação e bebidas, na localidade de Porto Alegre, do Índice de Preços ao

³ Conforme Quadro I – Estimativa das Rentabilidades Mensais, Tipo Renda Fixa, do relatório Dados Estatísticos da Indústria de Fundos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA de setembro de 2013.

Consumidor Amplo – IPCA, acreditando que traduz com mais exatidão a realidade de preços da empresa, uma vez que seu negócio principal é a comercialização de gêneros hortifrutí e alimentícios no CEASA/RS.

Este índice alcançou a equivalência de 9,69% acumulados nos últimos doze meses, valor este que será utilizado como projeção para os períodos subsequentes.

Se por um lado, espera-se que os fluxos de caixa futuros cresçam na proporcionalidade do aumento de preços das mercadorias comercializadas e na medida em que os gestores tomem medidas para o aumento da eficiência operacional, por outro lado, os valores presentes destes fluxos de caixa deverão ser corrigidos para o mesmo momento de tempo, ou seja, em valores presentes, já que o poder de compra no início não será o mesmo no final do período. Como a empresa é situada no Brasil, um estado inflacionário, cada real em lucros hoje, valerá mais do que no futuro.

Portanto será necessário corrigir cada fluxo de caixa para o mesmo instante. Como padrão de ajuste, será utilizada a alíquota do plano de metas de inflação estipulada em 4,5%⁴ (quatro inteiros e cinco décimos por cento) ao ano pelo Banco Central do Brasil.

Assim, a projeção de fluxo de caixa será a seguinte:

	Lucro Líquido
set/12 a ago/13	713
set/13 a ago/14	$PV = \frac{713 \times 1,097}{1,045} \cong 748$
set/14 a ago/15	$PV = \frac{713 \times (1,097)^2}{(1,045)^2} \cong 786$
set/15 a ago/16	$PV = \frac{713 \times (1,097)^3}{(1,045)^3} = 825$

Tabela 9 - Previsão dos Fluxos de Caixa Líquidos

Considerando os prazos e taxas relatadas acima, temos duas situações limítrofes para a estimativa do valor da empresa: a) a primeira, que gerará o maior valor, considera o maior prazo para retorno do investimento e a menor taxa de desconto dos fluxos de caixa; b) a segunda, que gerará o menor valor,

⁴ Conforme Resoluções 4.237 de 28/06/2013 e 4.095 de 28/06/2012 do Banco Central do Brasil que fixam a meta de inflação e seu intervalo de tolerância para os anos de 2015 e 2014, respectivamente.

considera o menor prazo aceitável para retorno do investimento e a maior taxa de desconto dos fluxos de caixa.

Assim o valor da empresa será os seguintes em cada uma das situações:

$$a) VME_{máximo} = \frac{748}{(1+0,15)} + \frac{786}{(1+0,15)^2} + \frac{825}{(1+0,15)^3} = 1.786$$

$$b) VME_{mínimo} = \frac{748}{(1+0,18)} + \frac{786}{(1+0,18)^2} = 1.198$$

Com base nos valores encontrados, ao máximo de 1.786 (hum milhão setecentos e oitenta e seis mil reais) e mínimo de 1.198 (hum milhão cento e noventa e oito mil reais), podemos entender que estes limítrofes representam o máximo que o investidor estaria disposto a pagar e o mínimo que os atuais sócios deveriam aceitar na venda da empresa.

Assim, podemos sugerir que em uma negociação bem feita por ambas as partes, o valor de acordo para a transferência da empresa seria a média dos limítrofes, sendo equivalente a:

$$VME_{médio} = \frac{1.786 + 1.198}{2} = 1.492$$

O valor encontrado nesta situação, como provável valor de acordo entre vendedor e comprador, é igual a 1.492 (hum milhão quatrocentos e noventa e dois mil reais).

Os valores representados não devem servir de base para negociação da empresa, numa possível alteração do quadro societário, mas para orientar sobre quais aspectos são valorizados na mensuração do valor da empresa.

4.7 QUADRO-RESUMO

É apresentado o quadro-resumo abaixo, que reúne os indicadores calculados e apresenta um breve parecer, quando aplicável, da situação de cada valor estimado:

INDICADOR	VALOR	PADRÃO	PARECER
Liquidez Imediata	0,30	≈0,10	Bastante acima do normal
Liquidez Seca	1,27	≈0,80	Acima do normal
Liquidez Corrente	1,68	≈1,50	Pouco acima do normal
Liquidez Total	1,69	≈2	Abaixo do normal
Prazo Estoques	12 dias	Quanto menor, melhor	
Prazo Recebimentos	22 dias	Quanto menor, melhor	
Prazo Pagamentos	17 dias	Quanto maior, melhor	
Ciclo Operacional	34	N/A	
Ciclo Financeiro	17	Quanto menor, melhor, podendo ser negativo	
Solvência Geral	2,72	≥ 2,00	Normal
Endividamento	0,37	≤ 0,5	Normal
Garantia aos Capitais de Terceiros	1,72	≥ 1,00	Normal
Imobilização do Capital Próprio	2,15	> 1,00	Normal
Lucro Bruto	23,75%	≥ 19,2% ⁵	Acima da media
Lucro Líquido	8,41%	≥ 8,00% ⁶	Normal
Retorno sobre Investimento	62,1%	Quanto maior, melhor	
Retorno sobre o Ativo	50,3%	Quanto maior, melhor	
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	79,5%	Quanto maior, melhor	
Ponto de Equilíbrio	478 mil	N/A	
Ponto de Fechamento	113 mil	N/A	
Necessidade de Capital de Giro	R\$ 395 mil	Quanto menor, melhor	
Formação do Preço de Venda	$CTu \times 1,44$	N/A	
Valor de Mercado da Empresa	1.492 mil	N/A	

Tabela 10 - Quadro-resumo das informações

As informações apresentadas na tabela servem de base para as conclusões acerca da situação econômica e financeira da empresa, podendo ser comparadas com outras empresas do mercado.

⁵ Conforme dados do IBGE > Demografia das Empresas > Pesquisa Anual de Comércio 2009

⁶ Lucratividade Líquida presumida em 8% no enquadramento tributário da empresa (Lei nº 9.249/1995)

5 CONCLUSÕES

Os índices de liquidez da empresa revelam uma saudável condição financeira. No curtíssimo prazo, representado pela liquidez imediata, temos uma situação bastante favorável na cobertura de obrigações, com índice quase três vezes superior ao padrão aceitável. Existe um custo de oportunidade implícito em disponibilidades não aplicadas, que merece atenção da gestão. Os recursos excedentes em disponibilidades poderiam ser aplicados em títulos de curto prazo com alta liquidez e baixo risco, melhorando sua rentabilidade.

O índice de liquidez seca é maior do que o padrão aceitável e também superior à unidade, evidenciando que a empresa não precisará dispor de um centavo sequer das vendas das mercadorias em estoque para honrar seus compromissos. Ou seja, o total de obrigações da empresa está coberto pelas disponibilidades de caixa e a cobrança do total dos direitos líquidos realizáveis.

A liquidez corrente, que compara as obrigações e os direitos de curto prazo, sinaliza a que a empresa não tende a apresentar problemas de caixa ou dificuldades em honrar seus compromissos até o exercício subsequente, ou pelos próximos dois anos, uma vez que seu indicador está acima do padrão aceitável.

A liquidez geral da empresa está abaixo do valor padrão, mas isto acontece devido ao fato de não haver obrigações ou direitos realizáveis no longo prazo, conseqüentemente, o resultado de seu cálculo será equivalente a liquidez corrente.

O lado positivo desta medida é que não existe endividamento em longo prazo, proporcionando maior flexibilidade na gestão financeira da empresa. O ponto negativo é que o endividamento, se bem planejado, poderia ser uma fonte importante de recursos para o crescimento da empresa, que neste caso, não está sendo aproveitada.

O prazo médio de estoques, apesar de não haver padrão dimensioná-lo, podemos considerá-lo normal, em função do tipo de produto que a empresa comercializa. Sendo que a maior parte dos produtos comercializados pela empresa é do gênero hortifruti, com alta perecibilidade, perdendo seu prazo de

consumo em até 30 dias, dependendo das condições climáticas e de armazenagem, é natural que a empresa apresente um giro de estoques menor do que este prazo, do contrário as perdas seriam inevitáveis.

Em um sistema informacional robusto, poderia ser feita uma análise do prazo médio de estoques por produto ou por família de produtos. Para isto bastaria qualificar a informação, baseando-se na mesma equação, ou seja, identificar o estoque existente de cada grupo de produtos que fosse analisado e levantar os custos destas mercadorias durante o último ano. Assim, teríamos as frações deste indicador por produtos ou por grupos, que comporiam o prazo médio final identificado acima.

Outro fator que pode ser considerado também e que acaba distorcendo o prazo estimado acima é o período de transporte. Para isto, elucidamos o seguinte caso: imaginem que a empresa confirme a compra de uma determinada carga de frutas, provenientes de um estado do nordeste. Esta carga, por vezes, leva 10 (dez) dias para até chegar ao destino e ser descarregada na empresa, sendo vendida 2 (dois) dias após estar disponível.

Percebe-se que, operacionalmente, a carga foi vendida dentro de dois dias, porém o fato gerador da compra foi registrado dez dias antes da mesma ser descarregada e doze dias antes de ser vendida completamente, quando foi emitida a nota fiscal de venda para a empresa em questão.

Apesar, do caso citado, ter respeitado o prazo médio de estoques, igual a 12 (doze) dias, o prazo médio de vendas, considerando-se o momento em que a mercadoria está disponível para ser vendida, é bastante inferior.

Porém, tratando-se de recursos financeiros a empresa precisará arcar com o tempo em que a mercadoria não pode ser vendida, em função dos fretes, mas a obrigação já foi gerada. O que representa um giro menor dos estoques e maiores investimentos no Ativo Circulante, principalmente nas contas Clientes e Estoques.

Portanto, tendo em vista que o prazo médio de estoques é o período que decorre entre a compra das mercadorias, caracterizado pelo momento em que passa a assumir a obrigação, e sua respectiva venda, de todos os produtos comercializados pela empresa, é imprescindível que este intervalo de tempo

seja inferior à vida útil destas mercadorias, do contrário a o objetivo da troca, que é a revenda ou o consumo, não se cumpriria.

O prazo médio dos recebimentos aumenta pelo prazo mais elástico concedido aos clientes que compram a prazo. Foi visto durante o cálculo deste indicador que aproximadamente 46% (quarenta e seis por cento) das vendas são recebidas à vista, sendo o prazo médio de recebimentos igual a 22 dias, o prazo médio dos valores a receber é de aproximadamente 40 dias.

Esse valor médio é aumentado principalmente pelas redes de supermercados, que tem representação significativa nas vendas a prazo e exigem, para a maioria dos fornecedores, a concessão de 45 dias para o pagamento das obrigações.

A redução do prazo médio de recebimentos deve sempre ser um objetivo por parte da gestão da empresa, devendo procurar situá-lo a um nível inferior ao prazo médio de recebimentos, o que diminui o hiato financeiro. Logo, sugere-se que os recebimentos sejam antecipados junto aos clientes em pelo menos 5 (cinco) dias, na média.

A solvência geral está dentro do normal, mostrando que a empresa oferece cobertura aos capitais de terceiros. Como neste indicador estão incluídas as contas não circulantes do ativo, evidencia-se que, caso a empresa encerrasse suas atividades, haveria recursos suficientes para a cobertura das obrigações com terceiros, sejam fornecedores, empregados ou com as esferas públicas.

O grau de endividamento da empresa está abaixo do limite máximo, proporcionando flexibilidade caso a empresa necessite angariar recursos de terceiros, pois ainda assim haverá segurança na cobertura das obrigações.

Uma situação complicadora do endividamento é que ele é totalmente composto por obrigações de curto prazo. Se por um lado isso exige que a empresa mantenha a estabilidade na geração de caixa, já que qualquer redução será sentida rapidamente pelos credores de curto prazo, por outro lado, caso a empresa diminua o nível de atividade, estas contas também diminuirão, já que são todas operacionais, não apresentando passivo financeiro.

O grau de garantia aos capitais de terceiros procura mostrar a proporção entre capitais próprios e de terceiros. Neste sentido, o resultado do indicador mostra que a empresa utiliza com intensidade os capitais próprios como fonte de recursos, proporcionando cobertura total aos capitais de terceiros. O fato de haver maior proporção de capitais próprios oferece flexibilidade para a empresa, havendo espaço para gerar endividamento com segurança, desde que bem planejado.

A lucratividade bruta da empresa está um pouco acima da média de mercado. Como padrão para esta medida utilizou-se os dados gerados pela pesquisa do IBGE, especificando o segmento de comércio atacadista de produtos alimentícios.

Não se pode concluir muito mais a respeito desse indicador, pois seria necessário que fosse comparado a empresas sob as mesmas condições de mercado, ou seja, mesma região, estabelecidas no CEASA/RS, portfólio de produtos semelhantes, etc. A conclusão baseada na comparação com a média de mercado pode apresentar distorções.

Quanto à lucratividade líquida da empresa também é considerado que ela atinge o padrão mínimo necessário. O balizador desta medida é a alíquota arbitrada pelo governo, da qual ele tributará o imposto de renda da pessoa jurídica.

Isto acontece, pois a empresa está enquadrada na forma de tributação por lucro presumido, o que significa que, a partir da sua receita, presume-se que ela obtenha 8% de lucro líquido. A partir destes 8%, que se entende ter sido gerado de lucro, é que o governo estará realizando a sua tributação.

Portanto, pode-se entender que as operações da empresa devam gerar pelo menos 8% de lucro líquido, caso contrário, os impostos exercerão um peso maior sobre sua receita se comparada aos concorrentes de mercado.

No que se refere à taxa de retorno sobre o investimento, que compara a geração de lucro líquido operacional com os ativos operacionais líquidos, podemos considerar que a empresa apresenta um bom indicador. Um dos argumentos para que isto seja constatado é o fato de mais de 62% do capital aplicado na operação retorna em um ano de atividade.

Uma informação que pode ser inferida a partir desta é quanto tempo cada real investido na forma de ativos operacionais da empresa demora a ser retornado, ou seja, complete 100% deste no indicador de retorno do investimento. No caso da empresa, levaria em torno de 1,5 anos para que o investimento fosse totalmente reintegrado, o que configura um bom tempo de retorno, inferior, inclusive, ao utilizado para a análise de valor de mercado da empresa.

A taxa de retorno sobre o ativo inclui no cálculo a totalidade dos ativos e os lucros ou prejuízos não operacionais. No caso da empresa, este retorno está estimado em torno de 50% ao ano, que também configura uma boa medida de retorno. Da mesma forma que anteriormente, a informação análoga a um retorno de 50% ao ano, é dizer que cada real investido em ativos na empresa leva aproximadamente 2 anos para que seja totalmente reintegrado na forma de lucro líquido.

Os pontos de fechamento e de equilíbrio estão mais vinculados a análise gerencial e do controle das vendas da empresa, não fornecendo informações relevantes sobre sua situação econômico-financeira, portanto sua importância se realizará no dia a dia, não no horizonte de análise deste trabalho.

Contudo, diminuir os montantes necessários para a cobertura dos custos fixos e variáveis da empresa, é uma medida que nunca deve fugir do foco de atenção dos gestores. Cada vez mais as empresas, de qualquer porte e segmento de atuação, investem para melhorar a eficiência na utilização dos recursos disponíveis e a empresa em análise não pode ser diferente.

A estimativa da necessidade de capital de giro aponta que R\$ 395 mil (trezentos e noventa e cinco mil reais) em recursos são utilizados para a cobertura do ciclo financeiro da empresa. Esse valor pode ser considerado no planejamento financeiro da empresa, como estímulo à melhora da eficiência operacional, pois caso seja possível reduzir o período do ciclo de caixa, através do aumento no giro de estoques e de recebimentos ou na diminuição do giro de pagamentos, os recursos excedentes poderão ser investidos em outros flancos que proporcionem o crescimento organizacional.

Caso o ciclo financeiro possa ser nulo, ou seja, igual à zero, a totalidade dos recursos estimados na necessidade de capital de giro, que representa

aproximadamente 28% das aplicações do ativo total, estará disponível para melhorar o retorno da empresa.

A formação do preço de venda da empresa sugere que ela precisa rever a forma como precifica as mercadorias. Pelo cálculo, seguindo as prerrogativas do método *DuPont*, deve ser aplicado pouco mais de 44% sobre o custo total unitário das mercadorias, que resulta da combinação das parcelas de custo variável e fixo. Na forma que a empresa está fazendo atualmente acresce-se 40% sobre o custo variável unitário de cada mercadoria, enquanto outras mercadorias se ajustam às flutuações de preço do mercado, não se aplicando este método.

Esta diferença pode estar diminuindo as possibilidades de ganho da empresa, portanto é necessário que a precificação seja vista com cuidado e profundidade pelos gestores.

Por fim, a avaliação do valor de mercado da empresa, pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, foi estimada em aproximadamente R\$ 1,5 milhões (hum milhão e quinhentos mil reais). Contudo, esse valor está vinculado à estabilidade dos fluxos de caixa líquidos por pelo menos 3 (três) anos, o que não é garantido com a fragilidade dos processos administrativos da empresa.

Com os dados levantados e comparados, espera-se ter contribuído para a realidade da empresa, ressaltando que as sugestões apresentadas devem ser criteriosamente analisadas antes da tomada de decisão, cujos riscos pertencem exclusivamente aos gestores.

O trabalho cumpriu seu papel na vinculação entre os conceitos teóricos e a prática vivenciada pela empresa, contribuindo para a criação de conhecimentos e lançando luz aos caminhos a serem percorridos pelo crescimento organizacional. Com a expectativa de que marque uma nova trajetória de sucesso.

6 BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. Classificação Anbima de Fundos. Categoria Renda Fixa– Brasil – 2009. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/classificacao-de-fundos/classificacao-anbima-de-fundos/Pages/classificacao.aspx?classificacaoid=3>. Data da consulta: 22/10/2013 às 15:43.

IBGE. Demografia das Empresas, Pesquisa Anual de Comércio 2009, Tabela 5 – Receita Líquida de Revenda, compras, estoques, margem e taxa de margem de comercialização de empresas comerciais, segundo as divisões, grupos e classes de atividades – Brasil – 2009. Disponível em: http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/comercioeservico/pac/2009/tabelas_pdf/parte1_tab5.pdf. Data da consulta: 28/10/2013 às 11:07.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos:** ferramentas e técnicas para a determinação de valor de qualquer ativo. 9ª Reimp. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

_____, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação:** avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Makron Books, 2002.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O Modelo Fleuriet:** a dinâmica financeira das empresas brasileiras. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis:** contabilidade empresarial. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

NEIVA, Raimundo Alef. **Valor de Mercado da Empresa.** 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1997.

NETO, Alexandre Assaf. **Finanças Corporativas e Valor.** 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de Administração Financeira.** 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ROSS, Stephen A.; [et al]. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9ª Ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

WALTER, Milton Augusto; BRAGA, Hugo Rocha. **Demonstrações Financeiras**: um enfoque gerencial. 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1983.

ZDANOWICZ, José Eduardo. **Finanças Aplicadas para Empresas de Sucesso**. São Paulo: Atlas, 2012.

_____, José Eduardo. **Planejamento Financeiro e Orçamento**. 2ª Ed. Porto Alegre: Sagra Luzzatto, 1998.