

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

ESTÁGIO FINAL – ADM 01198

**O IMPACTO DAS MUDANÇAS NO PADRÃO CONTÁBIL NAS AVALIAÇÕES DE  
INVESTIMENTO**

POR

**CRISTIANE FENSTERSEIFER  
0134222**

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração

Orientador Dr. Oscar Galli

Porto Alegre, 21 de novembro de 2008

**Cristiane Fensterseifer**

**O Impacto das mudanças no padrão contábil nas avaliações de investimento**

Trabalho de Conclusão de Curso, que deverá ser apresentado no Departamento de Ciências Administrativas, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Oscar Galli**

**Porto Alegre**

**2008**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

REITOR  
Alexandre Neto

VICE-REITOR  
Rui Oppermann

DIRETOR DA ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
Antônio Domingos Padula

VICE-DIRETOR DA ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
Gilberto de Oliveira Kloeckner

CHEFE DA BIBLIOTECA SETORIAL DA ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
Tânia Marisa de Abreu Fraga

Elaboração: Cristiane Fensterseifer

## **APRESENTAÇÃO**

Este trabalho visa identificar e analisar as possíveis diferenças causadas pela mudança no padrão contábil de divulgação, do atual padrão societário brasileiro (BRGAAP) para o padrão internacional (IFRS), nas avaliações de empresas, que têm como base os dados contidos nestes relatórios. O estudo é realizado através da aplicação de selecionados métodos de avaliação na companhia Romi, utilizando os relatórios financeiros nos dois padrões mencionados. A avaliação de empresas é atualmente utilizada por diversos profissionais, para mensurar o valor e a viabilidade de negócios. Diante da recente determinação legal de mudança padrão contábil no Brasil, se faz imprescindível o entendimento das diferentes formas contábeis que são fonte de dados e os impactos que mudanças nestas informações podem causar nas avaliações realizadas.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Ilustração 1 - Avaliação de empresa com múltiplas divisões .....</b>	<b>35</b>
<b>Ilustração 2 - P/L de empresas de Máquinas Industriais em 31/12/2007 .....</b>	<b>54</b>
<b>Ilustração 3 - Índices Macroeconômicos Projetados.....</b>	<b>60</b>
<b>Ilustração 4 - Receita Líquida projetada por produto – BRGAAP e IFRS.....</b>	<b>67</b>
<b>Ilustração 5 - Estrutura de Custos Romi .....</b>	<b>68</b>
<b>Ilustração 6 - Custos históricos e projetados Romi.....</b>	<b>69</b>

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores para a avaliação do desempenho financeiro .....	18
Tabela 2 - Fluxo de Caixa Descontado.....	34
Tabela 3 - Indicadores de Liquidez .....	44
Tabela 4 - Indicadores de Atividade .....	46
Tabela 5 - Indicadores de Lucratividade .....	47
Tabela 6 - Cálculo do EBITDA .....	48
Tabela 7 - Indicadores de Rentabilidade .....	50
Tabela 8 - Indicadores de Endividamento e Alavancagem.....	52
Tabela 9 – Análise Através de Múltiplos .....	53
Tabela 10 - Análise Através de Múltiplos – P/L Justo .....	56
Tabela 11 - Análise Através de Múltiplos – EV/EBITDA .....	58
Tabela 12 - Projeções de mercado.....	59
Tabela 13 - Custo de Capital (WACC) em BRGAAP .....	61
Tabela 14 - Custo de Capital (WACC) em IFRS.....	61
Tabela 15 - Incremento da capacidade instalada - Projeto Vulcano.....	66
Tabela 16 - Projeções de investimento da Romi .....	71
Tabela 17 – Fluxo de Caixa utilizando dados em BRGAAP .....	71
Tabela 18 - Fluxo de Caixa utilizando dados em IFRS.....	71
Tabela 19 - Resultado da Avaliação utilizando dados em BRGAAP.....	73
Tabela 20 - Resultado da Avaliação utilizando dados em IFRS.....	73
Tabela 21 - Comparativo entre os resultados em BRGAAP e IFRS .....	74

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE ILUSTRAÇÕES</b> .....	<b>5</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>6</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>9</b>
<b>1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA</b> .....	<b>10</b>
<b>2 JUSTIFICATIVA</b> .....	<b>12</b>
<b>3 OBJETIVOS</b> .....	<b>14</b>
3.1 OBJETIVO GERAL .....	14
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	14
<b>4 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS</b> .....	<b>15</b>
4.1 ANÁLISE DOS ÍNDICES FINANCEIROS .....	17
4.1.1 Indicadores de Liquidez.....	18
4.1.2 Indicadores de Atividade .....	22
4.1.3 Indicadores de Rentabilidade.....	24
4.1.4 Indicadores de Endividamento e Alavancagem .....	28
4.2 ANÁLISE ATRAVÉS DE MÚLTIPLOS .....	31
4.2.1 Múltiplo Preço/Lucro (P/L).....	31
4.2.2 Cálculo do múltiplo Preço/Lucro Justo .....	32
4.2.3 Enterprise Value/ EBITDA.....	33
4.3 ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA A FIRMA .....	34
<b>5 O PADRÃO FINANCEIRO INTERNACIONAL (IFRS)</b> .....	<b>37</b>
5.1 AJUSTES NA MUDANÇA PARA O “IFRS 1” .....	38
5.2 EXCEÇÕES NA ADOÇÃO DO “IFRS 1” .....	39
5.3 OUTROS ASPECTOS RELACIONADOS A ADOÇÃO DO “IFRS1” .....	40
<b>6 METODOLOGIA</b> .....	<b>42</b>
<b>7 RESULTADOS DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO</b> .....	<b>44</b>
7.1 RESULTADOS DA ANÁLISE DE ÍNDICES.....	44
7.1.1 Indicadores de Liquidez.....	44
7.1.2 Indicadores de Atividade .....	46
7.1.3 Indicadores de Rentabilidade.....	47
7.1.4 Indicadores de Endividamento e Alavancagem .....	52

7.2	RESULTADOS DA ANÁLISE ATRAVÉS DE MÚLTIPLOS .....	53
7.2.1	Múltiplo Preço/Lucro.....	53
7.2.2	Múltiplo Preço/Lucro Justo .....	55
7.2.3	Múltiplo EV/EBITDA.....	57
7.3	RESULTADO DA ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	58
7.3.1	Cálculo do Custo Ponderado do Capital (WACC).....	60
7.3.2	Descrição da Empresa e dos Mercados de Atuação .....	63
7.3.3	Projeções de Resultado.....	65
7.3.4	Diferenças no Fluxo de Caixa Projetado .....	71
7.3.5	Resultado da Avaliação por Fluxo de Caixa.....	73
8	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	75
	REFERÊNCIAS .....	76
	ANEXO A – BALANÇOS PATRIMONIAIS DA EMPRESA ROMI .....	78
	ANEXO B – DEMONSTRATIVOS DE RESULTADO DA EMPRESA ROMI .....	79
	ANEXO C – FLUXOS DE CAIXA DA EMPRESA ROMI .....	80
	ANEXO D – PROJEÇÕES EMPRESA ROMI - BRGAAP .....	81
	ANEXO E – PROJEÇÕES EMPRESA ROMI - IFRS .....	82

## INTRODUÇÃO

Neste trabalho destaca-se a importância do estudo detalhado de modificações nos padrões contábeis, quando são utilizados os mesmos para realizar a aplicação de métodos de avaliação de empresas.

A avaliação de empresas e negócios, hoje amplamente utilizada por diversos segmentos de atividade, como para calcular a viabilidade financeira de projetos, na aprovação de crédito e na avaliação de investimentos em ações, entre outros, tem como matéria prima básica os relatórios financeiros divulgados pelas companhias, que se regem por padrões contábeis muitas vezes diferentes de um país para o outro. Com o crescente fluxo de informações e acesso a mercados globais, muitas vezes profissionais que analisam as demonstrações contábeis simplificam esta tarefa por meio do uso de múltiplos e índices, o que pode levar a interpretações incorretas, em virtude de diferentes métodos de contabilização, caso estes não se atentem a eventuais mudanças.

Na busca por uma maior transparência, compreensão e comparabilidade de seus negócios e resultados financeiros e conseqüente ampliação no acesso aos mercados mundiais, principalmente aos de crédito, diversos países estão adotando o padrão internacional de contabilização (IFRS). Dentre estes países, está o Brasil, que recentemente aprovou lei determinando prazos e especificações para a adequação das empresas a estas normas.

Este trabalho visa aplicar alguns dos métodos de avaliação de empresas mais comumente usados nos dados obtidos nas demonstrações financeiras da empresa Romi, uma das primeiras companhias brasileiras a divulgar seus relatórios financeiros no formato IFRS, além de divulgá-los na forma societária brasileira vigente – BRGAAP. O objetivo principal do presente trabalho, desta forma, é identificar eventuais diferenças nos resultados das avaliações financeiras quando aplicados sobre os dois diferentes padrões contábeis, sendo apontadas as alterações nos resultados das avaliações e possíveis ajustes que podem ser realizados.

## 1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Com a aprovação da lei 11.638/07, em 28 de dezembro de 2007, que modificou algumas disposições da lei 6.404/76, conhecida como lei das S.A.s, ficou instituída às sociedades anônimas brasileiras a obrigatoriedade de divulgar seus relatórios e informações contábeis em consonância com os padrões internacionais de contabilidade (IFRS). Com base nestas modificações, a comissão de valores mobiliários brasileira (CVM) estabeleceu que as companhias de capital aberto utilizem os padrões internacionais a partir de 2010 na divulgação de seus balanços, podendo, voluntariamente, apresentar suas demonstrações neste formato a partir de 2009.

A migração das demonstrações contábeis para IFRS já foi adotada como norma na Europa desde 2005, enquanto outros países, como os Estados Unidos e Japão, optaram por realizar alterações em seus modelos, de forma que estes convirjam com as normas do padrão internacional. No caso dos Estados Unidos, ainda que não tenha estabelecido o IFRS como padrão, o país aceita a publicação das demonstrações financeiras de investidores privados estrangeiros no padrão IFRS, sem ser necessária a reconciliação entre este padrão e o USGAAP.

O principal argumento para a padronização na forma de divulgação de resultados, que se dará através da migração para o modelo IFRS no caso brasileiro, é a modernização da lei societária e sua compatibilização com as melhores práticas contábeis internacionais. Fatores estes que levam à maior inserção do Brasil em um cenário de globalização, uma vez que ampliam a comparabilidade entre empresas nacionais e estrangeiras, além de possibilitar o maior entendimento e transparência das informações contábeis.

Atualmente, as empresas brasileiras de capital aberto divulgam suas informações contábeis seguindo no modelo BRGAAP, que é o padrão brasileiro, adotando opcionalmente a divulgação adicional em outro formato, sendo freqüentemente utilizado o padrão americano (US GAAP), principalmente naquelas empresas que possuem ações listadas em bolsas de valores estrangeiras.

Em se tratando das diferenças entre os padrões contábeis, como define Gannon (2007), sócio de uma das mais respeitadas empresas de auditoria do mundo, os novos padrões globais baseiam-se muito mais em princípios e objetivos do que em normas detalhadas. O foco principal do IFRS está na transparência, ou seja, preocupa-se não só em registrar dados contábeis, mas também com a representação da realidade econômica subjacente às transações e eventos contabilizados. Ainda para este autor, a adoção do IFRS geralmente afeta todos os aspectos de uma empresa, inclusive os sistemas de controle interno e de preparação de relatórios financeiros, impostos, tesouraria e gerenciamento de caixa, jurídico e cláusulas restritivas de dívidas.

Estas modificações citadas são consequência das modificações na forma de contabilização de transações, as quais podem levar a mudanças nos valores apresentados nas rubricas das demonstrações financeiras e contábeis das companhias que migrarem seus relatórios, principalmente na ocasião da transição de uma metodologia de divulgação para outra, quando aparecerão as principais diferenças.

Desta forma, o objetivo central deste trabalho é analisar, utilizando-se as demonstrações financeiras publicadas por uma empresa nos formatos BRGAAP e em IFRS, as modificações que ocorrem nos métodos de avaliação por fluxo de caixa descontado, análise de índices e múltiplos, como consequência de mudanças no padrão contábil. O trabalho pretende identificar possíveis diferenças relevantes entre os resultados, que possam levar a conclusões equivocadas, de forma a contribuir que a avaliação de empresas por meio destes métodos cumpra a finalidade proposta.

## 2 JUSTIFICATIVA

Este trabalho parte do princípio que as demonstrações contábeis constituem uma das mais importantes fontes de dados para a análise da saúde financeira e da evolução dos negócios de uma empresa.

Os relatórios contábeis são importantes tanto do ponto de vista interno de uma organização, sendo amplamente utilizados pelas finanças corporativas, quanto externo, para utilização por bancos e investidores. No primeiro uso, pelas finanças corporativas, os relatórios contábeis servem como instrumento para medição de desempenho e planejamento da empresa por praticamente todos os departamentos. Exemplos desta utilização são o controle de custos, geralmente realizado pelo departamento de controladoria, o planejamento e a gestão de caixa, feito pela tesouraria, o controle de estoques pelos departamentos de logística e compras, o crescimento das vendas, pelo departamento comercial, e as projeções de desempenho com vistas a novos investimentos.

As demonstrações contábeis também constituem uma das principais fontes para análise de companhias realizadas por terceiros, seja para decisão de investimento via bolsa de valores, para a realização de fusões e aquisições por outras empresas ou para a concessão de crédito pelos bancos, entre outros fins.

Uma vez destacada a importância das demonstrações contábeis para a avaliação de empresas e o amplo uso dos métodos de avaliações para as mais diversas funções, o estudo da migração de método contábil de BRGAAP para IFRS e as possíveis modificações nos resultados das avaliações, se faz muito importante.

A aprovação da lei que exige a aplicação do padrão internacional para as companhias brasileiras é recente, desta forma, poucas são as empresas que iniciaram a divulgação seus balanços no novo padrão e são escassos os estudos que analisam o impacto destas modificações nas avaliações de empresas. O conhecimento produzido por meio deste trabalho, devido a isso, destina-se a identificar as eventuais distorções que possam ocorrer nas avaliações de investimento com a mudança nos padrões contábeis.

Uma vez identificadas distorções significativas, a correção dos métodos de avaliação é imprescindível, de forma que os métodos de análise cumpram da melhor forma o seu papel, uma vez que estes são amplamente utilizados na tomada de decisões estratégicas e no acompanhamento dos negócios das empresas.

Partindo-se do apontamento e análise dos principais fatores causadores das diferenças nas avaliações de negócios realizadas, torna-se facilitado o ajuste destes aspectos quando se julgar necessário, como foi sugerido em alguns momentos no presente trabalho. As diferenças constatadas, em outros casos, podem ser consideradas mais coerentes com a representação da realidade, constituindo uma melhoria a adoção desta diferente forma de contabilização. O importante, neste caso, é a compreensão das possíveis modificações e a correta análise de cada caso, de forma que as avaliações de empresas auxiliem na tomada de decisão da forma mais correta possível.

### 3 OBJETIVOS

#### 3.1 OBJETIVO GERAL

Analisar o impacto nas avaliações de empresas da modificação do padrão contábil de BR GAPP para IFRS nas empresas brasileiras, exigido a partir da aprovação da lei 11.638/07, em 28 de dezembro de 2007 e resolução da CVM, a partir da avaliação da empresa Romi S.A.

#### 3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) Realizar o estudo comparativo das principais diferenças entre os padrões de contabilização BRGAAP e IFRS;
- b) Aplicar selecionados métodos de avaliação de empresas utilizando as informações contábeis nos dois padrões de divulgação e realizar a comparação entre os resultados;
- c) Apontar diferenças ocasionadas na avaliação de empresas pela mudança de padrão contábil e analisar seus motivos e relevância;
- d) Sugerir ajustes, se necessários, nas formas e cálculos de análise de empresas.

## 4 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Segundo Damodaran (2006), todo ativo tem um valor e, ainda que alguns ativos sejam mais facilmente avaliados que outros devido à suas características, o valor de todos eles pode ser mensurado através de métodos de avaliação. A forma eficaz para se investir e gerenciar ativos, com retorno positivo e superior, para este autor, depende não somente da identificação do valor, em números, que estes possuem, mas sim na identificação das fontes do valor.

Póvoa (2007) acredita que a precificação de ativos, modo como é chamada a técnica de estimar o valor de um ativo, é a parte mais fascinante do mundo das finanças. O mais intrigante do termo inglês *Valuation*, amplamente utilizado para designar a avaliação quantitativa de empresas, para o autor, é que não existe uma única resposta ou metodologia correta, assemelhando a precificação de um ativo a uma arte. O autor define como arte, pois a atividade une aspectos altamente técnicos a outros subjetivos, como a interpretação do analista de cenários e perspectivas e sua percepção em relação àqueles fatores que foram denominados como as fontes de valor.

Quanto às funções da avaliação de empresas, o primeiro autor citado as divide em três principais: A avaliação para gestão de carteiras de investimentos, a avaliação para a realização de fusões aquisições e a avaliação nas finanças corporativas.

Em relação à primeira função, a de gestão de carteiras, enfatiza que esta é importante principalmente para os investidores ativos - aqueles que possuem como meta obter um desempenho superior a determinado *benchmark*. A gestão de carteiras é especialmente importante para aqueles investidores chamados pelo autor de *Stock Picking*, os quais concentram suas atividades em localizar no mercado financeiro títulos com valor abaixo do considerado justo (ativos subavaliados), calculado por meio da análise fundamentalista.

Segundo este conhecido estudioso da análise fundamentalista, a função gestão de carteiras se define como aquela que possui uma estratégia de longo prazo e

acredita que o valor real de uma empresa relaciona-se às suas características financeiras, portanto, nas suas perspectivas de crescimento, perfil de risco e fluxos de caixa. As principais pressuposições da análise fundamentalista são que o relacionamento entre o valor de um ativo e os fatores financeiros subjacentes pode ser medido, que este relacionamento se mantém estável ao longo do tempo e que os desvios neste – no caso a precificação do ativo pelos agentes - são corrigidos dentro de um período razoável de tempo.

Exemplificando os pressupostos acima, uma vez que o valor de ações de uma empresa listada em bolsa pode ser medido por características financeiras e de crescimento e mantém-se relativamente estável, conforme a empresa divulga resultados positivos de crescimento a percepção dos participantes do mercado em relação a ela melhora e o valor das ações tende a aumentar. Com base nestes pressupostos, analistas de mercado se utilizam de técnicas como o fluxo de caixa descontado e a análise de múltiplos, entre outras, para calcular o valor da empresa.

Desta forma, a decisão de investir em ações deve ser precedida de uma análise das expectativas dos rendimentos futuros a serem auferidos ao longo do prazo de permanência em uma posição acionária além da valorização que se espera ocorrer nestes valores mobiliários, complementa Assaf (2005).

Póvoa (2007) afirma que freqüentemente analistas empobrecem a avaliação de empresas com simplificações, como consequência da crescente globalização e falta de tempo para acompanhar diferentes regras contábeis, o autor comenta que as armadilhas contábeis podem atrapalhar muito a vida do analista financeiro, afinal, o balanço patrimonial e a demonstração de resultados são as matérias-primas principais para construir uma precificação de ativos.

A obrigatoriedade de implementação do IFRS nas empresas brasileiras, através da aprovação da lei 11.638/07, em 28 de dezembro de 2007, vem a melhorar justamente esta multiplicidade de formas de divulgação contábil. No entanto, em um primeiro momento, na fase de conversão de informações, podem ocorrer distorções que podem afetar os resultados de algumas das técnicas de avaliação de empresas. É exatamente a identificação destas mudanças nas avaliações de empresas que tem por objeto este trabalho.

## 4.1 ANÁLISE DOS ÍNDICES FINANCEIROS

A clássica análise de balanços hoje é pouco utilizada, segundo Póvoa (2007), devido a pouca importância de se analisar os indicadores individualmente, para Damodaran (2006), no entanto, estes índices são úteis, pois oferecem medidas padronizadas de lucratividade e grau de risco de uma empresa.

A utilização dos indicadores financeiros, para Ross (2000), constitui uma maneira de evitar o problema da comparação de empresas de diferentes tamanhos. Para isso, o autor define os índices financeiros como a relação realizada a partir das demonstrações financeiras de uma empresa e utilizada para fins de comparação.

Um fator importante que deve ser destacado anteriormente à comparação de índices é a observação da forma como estes foram calculados, uma vez que pessoas e publicações distintas podem se utilizar de dados e fórmulas distintas, levando a uma conclusão errada quando comparados.

Os índices financeiros são amplamente utilizados em contratos de financiamento como *Project Finance*, emissão de debêntures e outros, com o objetivo de estabelecer valores mínimos e máximos que os índices de determinada empresa, tomadora dos recursos poderá atingir em seus balanços. Quando utilizados com este fim, os índices financeiros se intitulam *covenants*, cuja definição consta abaixo.

Borges (1999, pág. 120) define *covenants* como segue:

*O instituto do covenant constitui, no direito anglo-saxão, um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devam ou devem cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (restrictive covenants) ou obrigações de proteção (protective covenants).*

Outra utilização dos índices financeiros verifica-se na atribuição de *ratings* de crédito pelas principais agências classificadoras de risco, dentre as quais as mais conhecidas atualmente são a *Moody's*, a *Standard & Poors* e a *Fitch Ratings*. Em relação a esta função, a *Standard & Poors*, em seu site, disponibiliza informações acerca da elaboração dos *ratings* e da análise das empresas. Dentre outros fatores

apresentados, a empresa estabelece, conforme a tabela abaixo, os principais indicadores para a avaliação do desempenho financeiro dos projetos e empresas.

**Tabela 1 - Indicadores para a avaliação do desempenho financeiro**

Indicador	Definição
Geração operacional de caixa (CFO)	Receitas menos despesas em regime de caixa, incluindo impostos, mas excluindo o serviço da dívida
Índice mínimo de cobertura do serviço da dívida ( <i>Minimum debt service coverage ratio - MDSCR</i> )	Razão entre o índice CFO mais baixo e o pagamento anual de principal e juros
Índice de cobertura do serviço da dívida mínimo de curto prazo (STDSCR)	DSCR mais baixo ao longo dos três últimos anos
Índice médio de cobertura do serviço da dívida (ADSCR)	Média dos DSCRs anuais até o vencimento da dívida
Preço de equilíbrio ou disponibilidade	Preço por unidade de produção ou disponibilidade mínima necessária para cobrir os custos fixos e variáveis
Índice de cobertura de juros mínimo (MICR)	Menor CFO anual sobre pagamento anual de juros
Índice de cobertura pelo prazo do empréstimo (LLCR)	Valor presente do total dos CFOs remanescentes dividido pelo saldo de principal em aberto

Fonte: Standard & Poors.

Como é possível observar, alguns dos índices apresentados pela empresa são semelhantes aos índices convencionais, encontrados nas principais bibliografias sobre finanças, enquanto outros são adaptações destes, de forma que representem da melhor maneira o objetivo pretendido com a análise dos mesmos.

#### 4.1.1 Indicadores de Liquidez

Segundo Póvoa (2007) os indicadores de liquidez demonstram a capacidade de a organização honrar suas dívidas em dia. Uma vez que os índices de liquidez considerados adequados diferem muito entre segmentos da economia, o autor ressalta a importância de compará-los entre empresas atuantes no mesmo segmento da economia e também se levando em consideração outros fatores como

momento econômico vivenciado pelo local de origem desta e o histórico deste índice na empresa.

O autor cita como exemplo destas distorções nos resultados do mesmo índice entre setores econômicos o caso de uma empresa prestadora de serviços que, em geral, apresentará um percentual de imobilização do ativo bastante inferior comparativamente a uma empresa do setor elétrico, responsável pela geração de energia. Enquanto a primeira empresa pode contar apenas com recursos humanos para exercer as atividades de sua competência, a segunda empresa necessita manter sob seu patrimônio grandes construções, no caso as hidrelétricas, que estarão registradas contabilmente em seu ativo imobilizado. Como consequência destas características, o índice de liquidez geral de uma empresa de serviços tende a ser maior que o de uma empresa geradora de energia elétrica, muito embora não necessariamente esta tenha uma situação mais favorável que a outra, ou que algum dos índices mostra-se inapropriado, identificando dificuldades da empresa em saldar suas dívidas.

Outro fator a destacar, é que se faz mais importante observar a evolução dos indicadores de uma empresa ao longo do tempo e em relação a fatores conjunturais do que seu patamar absoluto, uma vez que o resultado apresentará mudanças não somente devido ao perfil da indústria, mas também em decorrência da conjuntura econômica do período. Um exemplo do impacto do momento econômico nos índices é a freqüente elevação nos estoques das empresas em períodos inflacionários. Esta mudança reflete uma atitude estratégica tomada pela gestão da organização, dado que nestas circunstâncias o valor dos estoques tende a se valorizar ao longo do tempo, enquanto os recursos monetários aplicados no caixa da empresa podem não ser tão bem remunerados.

Quanto à utilidade dos índices de liquidez, Ross (2000) enfatiza que estes são amplamente utilizados por credores de curto prazo, notadamente bancos financiadores e fornecedores da empresa, uma vez que a principal preocupação no cálculo dos índices de liquidez é identificar se a empresa conseguirá honrar suas dívidas no curto prazo.

O índice de solvência de caixa mostra se a empresa possui dinheiro em caixa para liquidar, no ato, qualquer dívida de curto prazo. O resultado desta conta será

satisfatório ou não para uma empresa dependendo de fatores como seu setor de atuação e as características do seu negócio.

A fórmula do índice de solvência de caixa é calculada conforme a fórmula abaixo:

$$\text{índice de solvência de caixa} = \frac{\text{caixa}}{\text{passivo circulante}}$$

O índice de liquidez corrente de uma empresa, por sua vez, procura indicar a capacidade da empresa honrar seus compromissos de curto prazo, que pode ser medido na relação entre o ativo e o passivo circulante.

Ross (2000) acrescenta que como os ativos e passivos circulantes, em princípio, serão convertidos em caixa durante os próximos 12 meses, o índice de liquidez corrente é uma medida de liquidez a curto prazo. Para estes credores da empresa, notadamente fornecedores e bancos, portanto, quanto maior o índice de liquidez corrente da empresa melhor, pois é um indicativo de que a empresa pagará suas dívidas em dia. Já do ponto de vista da gestão financeira da empresa, no entanto, um alto índice de liquidez corrente pode indicar uma ineficiência no uso do caixa ou de outros ativos de curto prazo. Ainda para este autor, com raras exceções, o índice de liquidez considerado normal para uma empresa saudável seria maior que um, pois um índice menor que este valor indicaria um capital de giro líquido negativo. O índice de liquidez corrente é calculado conforme a fórmula descrita abaixo.

$$\text{índice de liquidez corrente} = \frac{\text{ativo circulante}}{\text{passivo circulante}}$$

Póvoa (2007) escreve sobre a importância de se analisar este índice em conjunto com informações como a data de vencimento das dívidas do passivo circulante e verificar se os itens do ativo circulante possuirão a liquidez necessária para saldar estas dívidas. Em outras palavras, se ao final do prazo que a empresa possui para efetuar o pagamento das dívidas, terá dinheiro em caixa suficiente para tal. Esta análise é importante, pois o índice é calculado com valores que, teoricamente, podem tardar a se transformar em dinheiro na sua forma mais líquida, podendo levar a problemas se, por exemplo, as dívidas no passivo circulante tiverem vencimento para daqui a 30 dias, enquanto boa parte do ativo circulante constitui-se de estoques que demorarão meses para se transformarem em caixa.

A diferença entre o índice de liquidez seca e o índice de liquidez corrente é que o primeiro subtrai o estoque da companhia ao considerar o ativo, uma vez que estoques possuem, em geral, liquidez reduzida, com necessidade de que o Ciclo Operacional da companhia seja completado para que se transformem em caixa. O índice de liquidez seca, devido a este fator, é considerado mais rigoroso que o índice de liquidez corrente, uma vez que considera a que a venda do estoque não é um fato instantâneo.

Para Ross (2000), além de ser geralmente o item menos líquido do ativo circulante, o estoque também é aquele para qual o valor contábil possui menos confiabilidade, distanciando-se consideravelmente do valor de mercado em alguns casos. As condições do estoque não são consideradas em sua contabilização no padrão BRGAAP, não sendo evidenciados nos valores registrados, portanto, partes estragadas, obsoletas ou realmente perdidas contidas nele. Para o autor, estoques relativamente grandes geralmente constituem problemas a curto prazo, pois a empresa pode ter superestimado as vendas e comprado produtos em excesso.

O resultado da fórmula do índice de liquidez seca, destacada abaixo, deve ser assim como o dos demais índices de endividamento analisado com acréscimo de informações como a data em que vencem as dívidas do passivo circulante, ainda que, pela maior rigidez na consideração dos ativos, esta necessidade seja amenizada.

$$\text{índice de liquidez seca} = \frac{\text{ativo circulante} - \text{estoques}}{\text{passivo circulante}}$$

Outro índice muito utilizado, o Índice de Liquidez Geral, situa-se nos índices de endividamento de longo prazo, os quais possuem a função de analisar a capacidade da empresa de saldar suas obrigações em um longo período de tempo ou, mais genericamente, refletem o seu grau de alavancagem financeira, sendo denominados muitas vezes de índices de alavancagem financeira.

O Índice de Liquidez Geral, segundo Póvoa (2007), é uma fotografia mais abrangente da empresa, pois este indicador considera os ativos e passivos tanto de curto como de longo prazo. O índice de liquidez geral aponta, de forma generalizada, o equilíbrio entre os potenciais recebimentos e desembolsos da empresa ao longo do tempo.

A fórmula do índice de liquidez geral considera, portanto, não apenas itens de curto como também aqueles que serão pagos ou recebidos no longo prazo pela empresa (em um período maior que um ano), conforme pode ser verificado na fórmula abaixo.

$$\text{índice de liquidez geral} = \frac{\text{ativo circulante} + \text{ativo realizável a longo prazo}}{\text{passivo circulante} + \text{passivo exigível a longo prazo}}$$

Por ser um indicador muito amplo, muitas vezes o Índice de Liquidez Geral não reflete adequadamente a situação da empresa. Um exemplo disto é uma empresa que possui um índice baixo de liquidez geral, a qual pode conter um investimento muito grande no ativo imobilizado, tornando elevada a imobilização do seu patrimônio líquido. Esta empresa pode não deter dinheiro suficiente para pagamento das dívidas em uma emergência, situação esta que pode ser rapidamente revertida caso uma grande instalação industrial possuída pela empresa já esteja com sua venda acertada para o próximo mês com previsão de grande quantia migrando do imobilizado em direção ao seu ativo circulante e de longo prazo.

#### 4.1.2 Indicadores de Atividade

Segundo Póvoa (2007), os indicadores de atividade demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar ativos e patrimônio em receitas, ou seja, qual o giro proporcionado por seus ativos. Assim como os outros indicadores, estes devem ser analisados em conjunto, pois isoladamente podem levar o analista a cometer erros. Complementando a idéia, Ross (2000), informa que os indicadores de atividade são também chamados de medidas de gestão de ativos ou giro e pretendem descrever o quão eficiente ou intensivamente uma empresa utiliza seus ativos para gerar vendas.

O índice de Giro do Ativo é o indicador mais importante para medir a rentabilidade de uma companhia, uma vez que, quanto maior o giro do ativo, maior o

potencial de retorno da empresa. O ideal para uma empresa, segundo este autor, é a combinação de muita receita com pouco ativo, o que mostra a competência do empresário para gerar caixa rapidamente. Sua fórmula está representada abaixo.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Ativo Médio Total}}$$

Mais uma vez é importante, no entanto, realizar a análise em conjunto com empresas do mesmo setor, uma vez que empresas com características de um imobilizado maior, como por exemplo, empresas de geração de energia elétrica, apresentarão naturalmente um giro do ativo menor que empresas de varejo.

O Índice Giro de Contas a Receber, que resulta no cálculo do Prazo Médio de Recebimento, demonstra a flexibilidade de uma companhia em relação a seus clientes. Quanto menor o Giro de Contas a Receber, maior será o Prazo Médio de Recebimento e mais flexível estará sendo o empresário em relação às facilidades para os seus clientes, o que significa que este está priorizando as vendas a prazo em detrimento das vendas a vista. (PÓVOA, 2007).

As fórmulas do Giro de Contas a Receber e do Prazo Médio de Recebimento estão dispostas abaixo:

$$\text{Giro de contas a receber} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Contas a Receber Médias}}$$

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{365}{\text{Giro de contas a receber}}$$

O objetivo de toda a empresa é receber a maior parte de suas vendas à vista, tanto pelo valor do dinheiro no tempo e pelo custo de oportunidade, quanto pelo fato da inadimplência, que tende a ser maior quanto maior for o crédito concedido. Para alavancar as vendas, no entanto, muitas vezes as empresa necessitam ampliar o crédito aos seus clientes, estendendo os prazos de pagamento. Os prazos de pagamento vão impactar diretamente nas necessidades de capital de giro da empresa, uma vez que, quanto maiores os prazos de pagamentos concedidos aos clientes, mais caixa disponível a empresa terá de manter para pagar suas dívidas.

A fórmula do Giro de Contas a Pagar demonstra o poder de barganha da companhia em relação aos seus fornecedores. Quanto menor o giro de contas a

pagar, maior será o prazo médio de pagamento e mais forte está sendo a empresa perante seus fornecedores, conseguindo que estes lhe concedam pagamentos com maior prazo. A fórmula do giro de contas a pagar relaciona as compras efetuadas pela companhia com a conta de fornecedores a pagar, conforme pode ser visualizado abaixo.

$$\text{Giro de contas a pagar} = \frac{\text{Compras}}{\text{Conta média de fornecedores}}$$

$$\text{Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores} = \frac{365}{\text{Giro de contas a pagar}}$$

A administração de estoques é uma matéria que vem evoluindo bastante nas empresas. O objetivo das empresas, segundo os diversos autores de finanças pesquisados, é buscar sempre o ponto de equilíbrio, que se dá a partir do nível de estoques mais baixo possível o qual não comprometa a atividade operacional da companhia. Para este autor, a explicação dada poderia ser traduzida em um só objetivo para as empresas: Redução do prazo médio de estoques.

A fórmula do giro de estoques e do prazo médio de estoques segue abaixo.

$$\text{Giro de Estoques} = \frac{\text{Custo da Mercadoria Vendida}}{\text{Estoque Médio}}$$

$$\text{Prazo Médio de Estoques} = \frac{365}{\text{Giro de estoques}}$$

#### 4.1.3 Indicadores de Rentabilidade

Para Ross (2000), os indicadores de rentabilidade talvez constituam os mais conhecidos e utilizados índices financeiros, pretendendo medir o quão eficientemente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações. As margens mostram claramente quais as vantagens e os problemas de uma empresa

em relação à produção, no caso da margem bruta, às atividades operacionais, no caso da margem operacional, e ao aspecto financeiro, no caso da margem líquida.

A Margem Bruta mostra quanto o empresário conseguiu auferir na operação propriamente dita, em relação ao seu faturamento, sendo um indicador que mensura a eficiência da empresa no processo de produção propriamente dito.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

Quanto maior a margem bruta melhor, pois isto identifica que é menor o percentual de custos que a companhia necessita pagar, em relação à sua receita, para fabricar seus produtos ou serviços.

Além dos custos de produção, uma empresa possui despesas operacionais, como as administrativas, que suportam o andamento de suas atividades operacionais. Para medir o desempenho operacional de uma companhia, devido a isso, também são utilizadas métricas como a de geração operacional de caixa, comumente conhecida pela sigla EBITDA, a qual será explicada mais detalhadamente nos próximos parágrafos.

Segundo Coelho (2005) o EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) é considerado um indicador muito importante, pois se propõe a medir a eficiência do empreendimento. O EBITDA consegue medir a eficiência, segundo o autor, pois demonstra o potencial de geração de caixa derivado de ativos operacionais, desconsiderando a estrutura de ativos e passivos e os efeitos fiscais, ou seja, informa ao analista o montante de recurso efetivamente gerado pela atividade operacional e final da empresa. Desta forma o EBITDA mostra se a geração de caixa é suficiente para investir, pagar os juros sobre capital de terceiros e as obrigações com o governo e remunerar os acionistas.

A margem EBITDA mostra, conforme sua fórmula abaixo, o percentual de caixa gerado pela atividade fim da empresa em relação à sua Receita Líquida, sendo melhor quanto maior for.

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$$

A margem líquida de uma empresa mostra, depois do resultado financeiro e do pagamento de Imposto de Renda, o percentual final de tudo o que foi vendido e que

sobra para a companhia decidir entre o re-investimento e a distribuição de dividendos, como uma forma de remuneração do capital investido aos seus acionistas.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

Segundo Gitman (2002), as margens líquidas satisfatórias diferem muito entre segmentos da economia, conforme o autor, uma margem de 1% não seria incomum para uma mercearia enquanto uma margem líquida de 10% seria baixa para uma joalheria.

Complementando a análise das margens de uma empresa, os indicadores de Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) e sobre o Patrimônio Líquido (ROE) são um indicativo da estratégia de gestão realizada pela companhia. Estes indicadores são resultado da combinação das margens com o giro da empresa, informando a rentabilidade final auferida em suas atividades, tanto sobre os ativos aplicados nestas como sobre o capital aplicado pelos seus acionistas. Estes índices estão comentados com mais detalhes nos próximos parágrafos.

O índice de Retorno sobre o Ativo (ROA) mede a eficiência operacional da empresa para gerar lucros a partir dos ativos, antes dos efeitos financeiros. Segundo Damodaran (2006), o retorno sobre ativos, uma vez computado, pode ser utilizado de diversas maneiras, como por exemplo, para comparar diferentes empresas do mesmo ramo de negócios, com o intuito de avaliar a eficiência operacional, no entanto, deve-se tomar cuidado para que sejam levadas em conta diferenças significativas em normas contábeis de empresa para empresa.

É importante distinguir que este índice mede a eficiência também em relação aos credores da empresa. O lucro bruto e o lucro operacional não pertencem apenas aos acionistas da empresa, mas também a seus credores, uma vez que nenhuma distribuição, em forma de dividendos ou de juros sobre o capital próprio, ainda ocorreu. Desta forma, o ativo é responsável pela geração de resultados até a linha do lucro operacional no Demonstrativo de Resultados. Ainda segundo o mesmo autor o retorno sobre o ativo, uma vez que mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa deve ser sempre comparado ao chamado custo de capital (WACC), que é a média ponderada entre o custo da dívida

e de capital próprio. O WACC pondera os dois custos de financiamento que a empresa possui notadamente o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

A fórmula para calcular o ROA relaciona o lucro com o ativo que o gerou, como segue abaixo:

$$\text{Retorno sobre o Ativo (ROA)} = \frac{\text{Lucro Operacional (1 - t)}}{\text{Ativo Médio}}$$

Para Damodaran (2006), embora o ROA seja baseado no valor contábil dos ativos, a empresa que escolher bons projetos deverá ter um ROA superior ao seu custo de capital, observando novamente que, tanto o ROA como o WACC medem retornos para a empresa (credores e acionistas) e não apenas para os investidores de seu patrimônio líquido (acionistas). Desta forma, diferentes resultados de retorno sobre o os ativos se devem a diferenças de risco e de pressões competitivas.

O autor destaca que, uma vez que o ROA pode ser expresso como o resultado da multiplicação da margem operacional da empresa pelo seu giro do ativo, este resultado pode ser melhorado aumentando a margem de lucro (margem operacional) ou suas vendas (giro do ativo), logo as empresas buscam o equilíbrio que maximize seu ROA, ou seja, entre o aumento de vendas possível que mantém a melhor margem.

O Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido pertencem somente aos acionistas, que receberão ou não, de acordo com a política de cada empresa os dividendos correspondentes, além de auferir o ganho de capital (diferença entre os preços de compra e venda) que a ação vier a proporcionar.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido mede a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas da companhia. O indicador deve ser sempre comparado o chamado custo de capital próprio.

Para Damodaran (2006), uma vez que a comparação deve ser feita em relação ao custo do Patrimônio Líquido, isto se baseia na premissa de que o valor contábil do Patrimônio Líquido é uma aproximação bastante razoável do Valor de Mercado do Patrimônio, referente aos ativos existentes e que os retornos realizados durante o

período sob exame são uma boa medida dos retornos que os projetos irão gerar ao longo de suas vidas.

Para este autor, uma vez que o Patrimônio Líquido se baseia em lucros após o pagamento de juros, ele é afetado pelo mix de financiamento utilizado pela empresa para financiar seus projetos, assim uma empresa que retomar dinheiro emprestado para financiar seus projetos e realizar um ROA sobre aqueles projetos que excede a taxa de juros livre de impostos que paga sobre sua dívida poderá aumentar seu ROA.

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

O ROE também indica o período de *Payback*, ou seja, o tempo que o acionista levará para ter o retorno de seu investimento, caso mantenha o mesmo ROE ao longo dos anos. Desta forma, investindo o seu capital em um negócio com ROE de 25%%, o tempo necessário para se ter o retorno do capital investido seria de 4 anos.

#### 4.1.4 Indicadores de Endividamento e Alavancagem

Segundo Póvoa (2007), os índices de endividamento financeiro demonstram não só o tamanho relativo da dívida dentro da empresa como também a qualidade da dívida. Na análise da alavancagem, é importante ter em mente que nem sempre uma alavancagem baixa é a ideal, segundo Ross (2000), a estrutura de capital que maximiza o valor da empresa é aquela que minimiza o custo de capital da empresa.

Para Damodaran (2006) existem duas correntes distintas quando se trata do cálculo de índices contábeis, na primeira, apenas o endividamento a longo prazo é considerado, e não o endividamento total, já que a dívida de curto prazo seria transitória e não afetaria a solvência da empresa a longo prazo. No entanto, dada a facilidade com que as empresas podem rolar suas dívidas a curto prazo e a

predisposição de muitas empresas em utilizar financiamento a curto prazo para financiar projetos de longo prazo, essas variantes podem oferecer um quadro enganoso do risco de alavancagem financeira da empresa. A segunda variante destes índices utiliza-se do valor de mercado em vez do valor contábil da dívida, pra refletir o fato de que algumas empresas poluem uma capacidade de tomar dinheiro significativamente maior do que seus valores contábeis indicam.

Muitos analistas, no entanto, não concordam com a utilização de valores de mercado para cálculo dos índices, não só pela dificuldade de encontrá-los em relação ao endividamento e pela volatilidade que estes apresentam. O autor, no entanto, não concorda com estes argumentos, afirmando que, para aquelas empresas que não possuem títulos listados em bolsa, e, portanto, não têm tão facilmente o valor mercado de suas dívidas, a utilização de valores contábeis não modificará significativamente, na maioria dos casos o resultado do cálculo.

É importante que se alerte para os itens que devem ou não ser inclusos quando da realização do cálculo da dívida da empresa. Uma vez que há uma série de tendências recentes na área de financiamento que torna mais difícil a estimativa da dívida a ser incluída no endividamento da empresa, como destaques o autor cita os títulos híbridos, os compromissos fora dos balanços, os leasing, os fundos de pensão e o endividamento de entidades não consolidados, os quais serão mais amplamente comentados a seguir.

Os títulos híbridos são os bônus conversíveis em ações e as ações preferenciais, ou seja, títulos que misturam parte em dívida e parte em patrimônio líquido da empresa, segundo Damodaran (2006), Segundo o autor um título destes tem sido classificado como dívida se possuir maior parte de suas características de dívida do que de patrimônio líquido. O problema desta abordagem é que leva a grandes desvios nos índices de endividamento, dependendo do título ser ou não incluído na dívida e de mudanças no ano que o mesmo virar Patrimônio Líquido. Para reduzir este problema uma sugestão dada pelo autor seria a separação dos componentes da dívida e patrimônio líquido e adicionar cada componente em seu respectivo lado.

Os compromissos fora do balanço, como os passivos contingentes, possuem como regra que devem ser ignoradas as obrigações contingentes que protegem

contra o risco, uma vez que as exigibilidades referentes ao direito contingente serão compensadas por outros benefícios. Em relação aos *leasings*, mesmo que aqueles classificados como operacionais não sejam endividamento, diferentemente dos financeiros, o aconselhável é que se capitalizem os dois tipos como uma forma conservadora, já que uma linha muito tênue separa os dois tipos.

O índice de endividamento financeiro mostra a participação do capital de terceiros sobre o capital total, sua fórmula é:

$$\text{Índice de Endividamento Financeiro} = \frac{\text{Total de Dívidas}}{(\text{Total de Dívidas} + \text{Patrimônio Líquido})}$$

Segundo Póvoa (2007) os indicadores de alavancagem demonstram como o controlador da empresa está mantendo a relação entre capital próprio e capital de terceiros e como está conseguindo transformar estes recursos em ativos. A fórmula do Multiplicador de Capital Próprio está representada abaixo, como uma relação dos ativos da empresa em relação ao patrimônio líquido desta.

$$\text{Multiplicador de Capital Próprio} = \frac{\text{Total de Ativos}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Este Índice mostra em quantas vezes os ativos foram alavancados com uma unidade de capital próprio. A alavancagem financeira pode ser obtida por meio de políticas comerciais que aumentem o potencial de crescimento do ativo. Já a escolha de como financiar a alternativa estratégica escolhida, seja via capital de terceiros ou próprio, é uma decisão anterior, ligada à estrutura de capital desejada. Há de ser analisada a relação entre o custo de oportunidade do capital próprio ou de terceiros e a rentabilidade proporcionada pelos ativos, para mensurar a qualidade da alavancagem e a sustentabilidade dela.

## 4.2 ANÁLISE ATRAVÉS DE MÚLTIPLOS

### 4.2.1 Múltiplo Preço/Lucro (P/L)

O múltiplo preço/lucro constitui-se em um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise de ações, sendo bastante utilizado pelos investidores. É calculado pela relação entre o preço de aquisição do título (valor do investimento efetuado ou de mercado e seu lucro unitário periódico (lucro por ação – LPA). (ASSAF, 2005).

Segundo esta definição, calcula-se o P/L conforme a fórmula disposta abaixo:

$$\text{Índice } \frac{\text{preço}}{\text{lucro}} = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Lucro por ação (LPA)}}$$

Segundo o mesmo autor, uma característica do indicador é sua simplicidade de cálculo, tornando-o bastante utilizado na avaliação dos preços de mercado das ações. Os índices P/L da maioria das ações encontram-se ainda amplamente disponíveis no mercado, permitindo que se forme, com essas informações, um raciocínio intuitivo na comparação entre o preço pago na aquisição dos títulos e seus lucros oferecidos.

Desta forma, o P/L indica o número de anos em que um investidor tardaria em recuperar o capital investido, caso o lucro se repetisse igualmente nos exercícios posteriores.

Para Damodaran (2006) uma razão dada para a utilização de índices P/L é que eles eliminam a necessidade de se fazer hipóteses sobre o risco, o crescimento e os índices *Payout*, fatores que tem de ser estimados para avaliações de fluxo de caixa descontado, o que é falso porque os índices P/L justos são determinados, em última instância, pelos mesmos parâmetros que determinam o valor em modelos de fluxo de caixa descontado.

Para Póvoa (2007) este raciocínio sobre o P/L deve ser derrubado, pois lucro não necessariamente corresponde a uma entrada real de caixa para a empresa. Uma vez que lucros contábeis podem não representar encaixes o investidor demoraria mais para receber o retorno do seu investimento calculado tendo como base o lucro líquido contábil da companhia. Outro fator que merece atenção é de que dificilmente os lucros repetir-se-ão todos os anos, sendo muitas vezes afetados por itens extraordinários em determinado período, resultando, desta maneira em um índice P/L “mascarado”.

Um dos problemas no uso do P/L consiste na comparação de empresas de diferentes países, uma vez que, como possuem normas contábeis distintas, os índices nem sempre refletem a mesma realidade. Este problema tende a desaparecer com a adesão ao longo do tempo do mesmo padrão por todos os países, que a intenção do estabelecimento do IFRS.

#### **4.2.2 Cálculo do múltiplo Preço/Lucro Justo**

Damodaran (2006) considera uma empresa estável aquela que cresce a uma taxa comparável à taxa nominal de crescimento da economia em que opera. Partindo-se desta premissa, pode-se utilizar o crescimento projetado para a economia para a precificação de empresas estáveis.

É importante destacar o aspecto da estabilidade da companhia quando é realizada esta forma de avaliação, uma vez que os resultados auferidos quando efetuada esta análise em uma companhia em fase de elevado crescimento provavelmente apresentar-se-ão incorretos. Os motivos do erro são a taxa de crescimento elevada de seus lucros e a incerteza em relação ao pagamento de dividendos, uma vez que a taxa de reinvestimento dos lucros destas empresas tende a ser muito maior que a de empresas estáveis.

O valor do patrimônio líquido de uma empresa estável, portanto, utilizando-se o modelo de crescimento de Gordon, seria calculado para o autor segundo a fórmula apresentada abaixo:

$$\text{Índice } \frac{\text{preço}}{\text{lucro}} \text{ justo} = \frac{\text{EPS (Índice de payout)}(1 + g_n)}{r - g_n}$$

Onde:

EPS = lucro por ação

$g_n$  = taxa de crescimento dos dividendos

r = taxa exigida de retorno sobre o patrimônio líquido

Têm muito mais coisas no Damodaran (2006), ver se é para escrever o não

#### 4.2.3 Enterprise Value/ EBITDA

O EV (*Enterprise Value*), também denominado como o Patrimônio Líquido a preços de mercado de uma empresa, corresponde à multiplicação do valor das ações negociadas no mercado de uma empresa pela quantia de ações emitidas, adicionado do valor de suas dívidas.

Assaf (2005) define o EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) como o lucro antes de juros, depreciação e amortização e imposto de renda, equivalendo ao fluxo de caixa operacional da empresa antes do imposto de renda.

O EBITDA constitui, desta forma, uma medida de geração operacional de caixa disponível para todos os proprietários do capital, tanto para acionistas como para os credores, uma vez que utiliza em seu cálculo medidas operacionais de ganhos e soma as dívidas ao valor de mercado da empresa. A partir destas duas definições, o

autor define o índice EV/EBITDA, como um múltiplo do valor de mercado do patrimônio líquido da empresa, cuja fórmula se estabelece como segue:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \text{Patrimônio Líquido a Preços de Mercado} \frac{\text{Mercado}}{EBITDA}$$

É importante destacar que a denominação Patrimônio Líquido a Preços de Mercado designa o Valor de Mercado reduzido pelo endividamento líquido da companhia, que é a forma mais comumente utilizada pelos atuantes no mercado para calcular esta métrica.

#### 4.3 ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA A FIRMA

Segundo Póvoa (2007), o objetivo do FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) é calcular quanto vale a empresa tanto para os acionistas quanto para os credores. Ou seja, antes de qualquer remuneração, seja de capital próprio ou de terceiros, se estabelece que o Valor da Firma (valor da empresa) é igual ao seu valor de mercado desta mais o valor de sua dívida financeira total. Segundo este autor, o FCFF só pode ser descontado pelo chamado custo de capital, que é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo da dívida, amplamente conhecido pela sigla WACC que significa, em inglês, *Weighted Average Cost of Capital*.

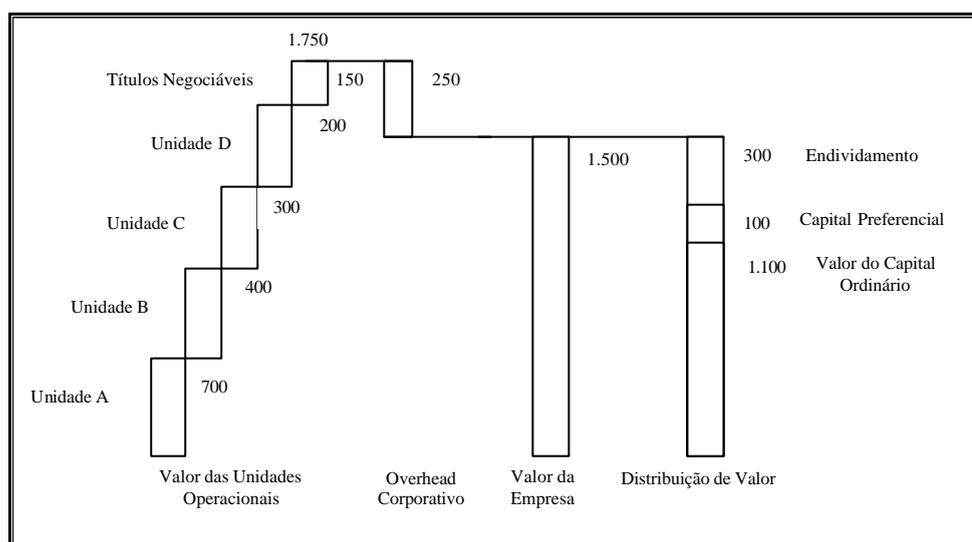
Desta forma, o fluxo de caixa livre para a firma é calculado, utilizando-se os balanços financeiros e o demonstrativo de resultados divulgado por uma companhia, pela seguinte conta representada na tabela abaixo:

**Tabela 2 - Fluxo de Caixa Descontado**

+Lucro Operacional depois da depreciação e dos impostos (EBIT)
- Investimento físico – Depreciação = Investimento Líquido
- ?Capital de giro
+ Itens sem efeito caixa (Depreciação, amortização)
- Partes Beneficiárias e Partes Estatutárias
= FCFF (Fluxo de caixa livre projetado para a firma)

Fonte: Póvoa (2007, p.197)

Para Copeland (2002), existem muitos métodos de aplicação do fluxo de caixa para precificação de ativos, sendo o mais utilizado o modelo empresarial – equivalente ao fluxo de caixa para a firma. Este modelo, segundo o autor, determina o valor acionário de uma empresa a partir do valor de suas operações, menos o valor do endividamento e de outros passivos que apresentem prioridade de reembolso em relação às ações com direito a voto da empresa, ou ações ordinárias. O autor ressalta que o FCFF empresarial também é útil para empresas com inúmeras divisões, uma vez que o valor patrimonial da empresa é igual à soma dos valores individuais, mais os ativos corporativos geradores de caixa, menos o valor presente do custo da sede corporativa comparado ao endividamento da empresa e às suas ações preferenciais. Esta definição descrita acima é representada no diagrama que segue, com exemplificação numérica.



**Ilustração 1 - Avaliação de empresa com múltiplas divisões**

Fonte: Copeland (2002, p.139)

O valor operacional, desta forma, é igual ao valor descontado do fluxo de caixa livre projetado para o futuro. O fluxo de caixa é definido pelo lucro operacional após os impostos, mais os encargos não-caixa, menos investimentos em capital de giro operacional, instalações, equipamentos e outros ativos, conforme mostra a Tabela 2, no quadro descritivo do fluxo de caixa. Por ser uma medida de caixa operacional, interessada em representar os recursos provenientes das atividades fim da empresa, este fluxo de caixa não incorpora fluxos advindos de operações financeiras.

A taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital, ponderado por sua contribuição relativa para o capital total da empresa, o chamado WACC, conforme detalhado anteriormente pelo primeiro autor.

É importante atentar para o fato da duração dos fluxos de caixa projetados dada a dificuldade de projeção de prazos muito extensos. O autor sugere solucionar a incerteza de projeções muito longas a partir da divisão do valor da empresa em dois períodos: o período de previsão (projetado) e após este, no qual será determinado o valor contínuo, também chamado de perpetuidade, que será calculado por meio de uma simplificação de diversas premissas, resultando na seguinte fórmula:

$$\text{Valor Contínuo} = \frac{\text{NOPLAT} \left( \frac{1 - g}{\text{ROIC}} \right)}{\text{WACC} - g}$$

Na fórmula, NOPLAT é o lucro operacional líquido menos os impostos ajustados, no ano seguinte ao de projeção, o ROIC é o retorno incremental sobre o capital investido, obtido pela divisão entre os lucros operacionais da empresa e o capital investido, o “g” é o crescimento perpétuo esperado para o NOPLAT da empresa e WACC é o custo médio ponderado do capital.

Copleland (2002, pág. 100), acredita que somente a projeção de fluxo de caixa e o desconto deste pelo WACC não se fazem suficientes para uma correta avaliação da empresa, devendo ser considerados também os vetores de valor subjacentes à organização como vetores do FCFF, conforme descreve na colocação abaixo:

*São dois os vetores do fluxo de caixa livre e, em última instância, do valor: a taxa a que crescem as receitas, lucros e base de capital da empresa e o retorno sobre o capital investido (em relação ao custo do capital). Estes vetores se enquadram no senso comum.*

## 5 O PADRÃO FINANCEIRO INTERNACIONAL (IFRS)

Segundo a *International Accounting Standards Board* - IASB (2008), os *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ou *International Accounting Standard* (IAS), são um conjunto de pronunciamentos e normas internacionais de contabilidade publicadas e revisadas pela IASB.

Conforme o histórico da IASB (2008), os IAS são os primeiros pronunciamentos sobre normas contábeis realizados pela IASC (*International Accounting Standards Committee*), entidade criada em 1973 pelos organismos de contabilidade da Alemanha, Austrália, Canadá, Estados Unidos da América, França, Irlanda, Japão, México, Países baixos e Reino Unido, com o objetivo de formular e publicar, de forma independente, um novo padrão de normas contábeis internacionais mundialmente aceito.

Em 2001, o IASB foi criado para assumir as responsabilidades do IASC e melhorar a estrutura técnica de formulação e validação dos novos pronunciamentos internacionais a serem emitidas, os quais receberam o novo nome de pronunciamentos IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

O “IFRS 1”, que é o nível de IFRS utilizado neste trabalho, foi desenvolvido com o objetivo de ser um guia para as empresas realizarem a primeira conversão de suas informações contábeis para o padrão internacional. Este guia foi criado com o objetivo de reduzir as dúvidas existentes e as diferenças de tratamento de determinados aspectos entre as empresas que adotarem o padrão, além de reduzir a dificuldade do processo de transação de um modelo de divulgação contábil para outro.

Segundo o IAS PLUS (2005), o objetivo do “IFRS 1” é definir uma série de procedimentos que a entidade deve seguir quando adotar o IFRS pela primeira vez. As empresas que devem seguir este guia são aquelas que adotarem o IFRS para efetuar a primeira divulgação para o público externo das suas demonstrações contábeis, ainda que no ano anterior a companhia tenha publicado demonstrativos

financeiros contendo algumas definições do IFRS ou tenha incluído algumas reconciliações entre o modelo IFRS e aquele anteriormente utilizado como padrão.

## 5.1 AJUSTES NA MUDANÇA PARA O “IFRS 1”

O IAS PLUS (2005) destaca alguns ajustes necessários nos balanços e formas de contabilização da empresa para que esta migre para o padrão IFRS, os quais são estão destacados nos itens abaixo:

a) desconsideração de alguns ativos e passivos antigos, caso eles não sejam reconhecidos nas normas internacionais. Isto deve ocorrer com os gastos em pesquisa, pré-operacionais, em treinamentos e publicidade, os quais não forem reconhecidos como intangíveis segundo o padrão IFRS. Também não são reconhecidos como passivos valores decorrentes de reestruturações, perdas futuras, ou outras perdas que não contenham as características necessárias para serem consideradas como provisões segundo o IAS 37 (2008);

b) reconhecimento de ativos e passivos anteriormente não válidos, desde que o padrão internacional os considere. Todos os ativos e passivos financeiros decorrentes de derivativos, bem como os passivos decorrentes de planos de benefícios a funcionários e as provisões, devem ser reconhecidos como passivos ou ativos no modelo internacional;

c) reclassificação de itens que devam ser registrados em diferentes rubricas segundo as normas internacionais. O IAS 10 (2008), por exemplo, não permite que dividendos declarados após a data do balanço sejam classificados como passivos, devendo constar como componente dos lucros retidos. Se o modelo anterior utilizado pela empresa permitia o registro recompra de ações como um ativo, isto deve ser reclassificado como um item do patrimônio, segundo regras do IFRS. Itens classificados como ativos intangíveis em uma combinação de negócios talvez tenham de ser reclassificados como ágio segundo o IAS 22 (2008), por não serem

reconhecidos como intangíveis segundo o IAS 38 (2008). É possível também que, segundo o IAS 32 (2008), as ações preferenciais obrigatoriamente reembolsáveis, antes classificadas como patrimônio no antigo modelo tenham de ser reclassificadas como dívidas;

d) deve ser efetuada a aplicação do padrão internacional de contabilidade (IFRS) na contabilização de todos os ativos e passivos reconhecidos por este modelo;

e) ajustes resultantes da transação de padrões contábeis, devem ser reconhecidos na conta de lucros retidos ou outra categoria apropriada, na decorrência da primeira transação, de que trata o guia IFRS.

## 5.2 EXCEÇÕES NA ADOÇÃO DO “IFRS 1”

De acordo com o guia IAS PLUS (2005), algumas exceções opcionais foram consideradas no modelo do IFRS1, com o objetivo de melhor adequar algumas rubricas quando ocorrer a mudança de formato contábil. Exemplos destas exceções opcionais são a consideração das combinações de negócios ocorridas antes da data do balanço de abertura no padrão internacional, as quais podem continuar contabilizadas como o eram no balanço original. Outra exceção se faz em relação à propriedade, equipamentos, ativos intangíveis e investimentos, antes contabilizados no modelo de custo, os quais podem ser contabilizados, se a empresa desejar, pelo seu valor justo (valor de mercado).

Segundo o “IFRS1”, a entidade pode escolher entre reconhecer todas as perdas e ganhos atuariais acumulados em planos de benefício a funcionários na data da abertura do balanço seguindo o padrão internacional - zerando todos os valores reconhecidos no formato anterior. Se a escolha da companhia foi esta, a mesma pode iniciar novamente a contabilização destes desde o seu início, utilizando para tanto as regras contidas no IAS 19 (2008).

Em relação às reservas de transição de modelos, segundo o IAS 21 (2008), a entidade pode eleger reconhecer todos os ajustes que surgirem decorrentes da migração de padrão advindas de operações em outros países nos lucros ou prejuízos acumulados, na data do primeiro relatório em padrão IFRS, zerando valores anteriormente contabilizados no antigo padrão de divulgação e ajustando posteriormente os ganhos e perdas. Outra opção que a companhia possui na adoção é restabelecer as reservas de transições em entidades estrangeiras desde que as mesmas foram criadas ou adquiridas.

Além das exceções opcionais quando da adoção do padrão internacional, as quais foram tratadas nos parágrafos anteriores, algumas exceções são obrigatórias quando a empresa migra para este método contábil. Segundo o IAS 39 (2008) não é permitido no primeiro balanço em IFRS o reconhecimento de ativos ou passivos financeiros que tinham sido desconsiderados no padrão anterior - caso ocorrido em um ano contábil antes de janeiro de 2001, quando foi efetivada esta regra. Porém, no caso desta desconsideração ter sido realizada pela criação de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico), a qual for controlada pela companhia na data do primeiro balanço, a mesma deve ser apresentada de forma consolidada nesta.

O IAS 39 (2008) também faz menção à contabilização de *hedge*. As práticas de contabilização de *hedge* anteriores ao balanço de abertura em IFRS, se existirem, podem não ser modificadas retrospectivamente, porém determinados ajustes podem ser necessários para adequar sua contabilização.

### 5.3 OUTROS ASPECTOS RELACIONADOS A ADOÇÃO DO “IFRS1”

Segundo o manual de implementação do “IFRS1” divulgado pela IASB (2008) talvez seja necessária a criação de novas seções nos relatórios contábeis, as quais não eram exigidas pelo padrão adotado anteriormente pela companhia como, por exemplo, informações por segmento de negócios, lucro por ações, operações

descontinuadas, contingências e valor justo dos instrumentos financeiros. Também pode ocorrer de algumas informações antes exigidas pelo modelo adotado não serem mais obrigatórias quando a empresa divulgar seus relatórios financeiros no padrão contábil internacional.

Em relação à divulgações de períodos contábeis anteriores, o IFRS divulgado pela IASB (2008) exige apenas um ano de demonstrações contábeis completas no mesmo padrão para fins de comparação. A companhia pode optar por divulgar algumas informações de anos anteriores ao de comparação no padrão internacional, no entanto, estas informações não necessariamente precisam ser apresentadas neste formato, sendo que a empresa deve informar esta condição no relatório e indicar os ajustes que seriam requeridos para que estivessem em conformidade com o IFRS.

O “IFRS 1” exige que a companhia explicita no primeiro relatório contábil de transição para o “IFRS 1” como esta mudança de padrão afetou seus resultados financeiros, performance e fluxos de caixa, incluindo a reconciliação do patrimônio líquido e do lucro ou prejuízo no antigo padrão contábil para o IFRS. Também deve a companhia divulgar, caso tenha identificado, erros ou se houver alguma mudança na contabilização no antigo padrão, explicitando como a companhia tratou as exceções permitidas na primeira adoção do padrão internacional e se a mesma utilizou valores justos ou optou pelo método de custos históricos.

## 6 METODOLOGIA

O tipo de pesquisa utilizado neste trabalho é a pesquisa exploratória baseada em um estudo de caso, que tem como características a flexibilidade e a versatilidade e seus métodos englobam o estudo de caso e a pesquisa qualitativa. Yin (2001) define estudo de caso como uma investigação empírica que analisa um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.

O método escolhido para a realização desta pesquisa é o estudo de caso único, que parte da premissa de que é possível explicar um determinado fenômeno com a exploração intensiva de uma única unidade de estudo. Neste caso, a unidade de estudo partirá da aplicação de métodos de avaliação de empresas nos demonstrativos financeiros e contábeis da empresa Romi, nos modelos IFRS e BRGAAP, com finalidade de comparação entre os dois resultados obtidos.

O trabalho parte de um estudo realizado por meio da pesquisa bibliográfica, em livros, artigos e matérias a respeito dos assuntos avaliação de empresas e novas regras contábeis segundo o IFRS, os quais constituem os temas da revisão bibliográfica. Após este primeiro estudo, serão coletados os dados disponibilizados pela empresa e suas demonstrações contábeis nos dois padrões que são objeto de estudo do trabalho, aplicando-se posteriormente sobre estes os cálculos selecionados a partir da revisão bibliográfica.

Na aplicação prática deste trabalho, notadamente os cálculos e a avaliação da empresa tendo como base os diferentes padrões contábeis, são utilizados basicamente demonstrativos contábeis, os quais são disponibilizados publicamente pela empresa, uma vez que, sendo a mesma uma S.A de capital aberto, a Comissão de Valores Mobiliários exige tal divulgação. Ou seja, são utilizados dados secundários, oriundos de fonte confiável e idônea, sendo que os mesmos foram previamente auditados por empresa especializada, conforme determina a legislação. Por fim, os dados são analisados através da aplicação de modelos matemáticos, que visam calcular o valor real de uma empresa, para fins como investimentos,

análise financeira corporativa, entre outros objetivos destacados na justificativa do trabalho.

A escolha da empresa para aplicação deste trabalho ocorreu em virtude desta ser uma das pioneiras dentre aquelas listadas na bolsa de valores brasileira a divulgar suas demonstrações contábeis no formato IFRS. Uma vez que a legislação torna obrigatória esta prática apenas a partir de 2010, poucas são as empresas que, desde já, atualizaram suas demonstrações contábeis. A realização pela empresa desta prática, de forma precipitada, identifica a mesma com os altos padrões de governança corporativa desejáveis. Atualmente, a Romi possui suas ações listadas no Novo Mercado da Bovespa, o mais alto nível em termos de governança corporativa existente na bolsa de valores brasileira - Bovespa.

As demonstrações financeiras utilizadas para constituição dos demonstrativos de resultados da Romi para o ano de 2007, as quais são utilizadas neste trabalho, foram preparadas de acordo com as normas IFRS, emitidas pelo *Internacional Accounting Standards Board* (IASB), bem como interpretações do Comitê de Interpretações sobre Normas Internacionais sobre Relatórios Financeiros (IFRIC) em vigor em 31 de dezembro de 2007.

## 7 RESULTADOS DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

Neste capítulo são detalhados os resultados obtidos pela aplicação dos métodos selecionados de avaliação de empresas nos demonstrativos financeiros e contábeis da empresa Romi tanto no padrão internacional - IFRS - como no padrão societário brasileiro em vigor atualmente – BRGAAP. O objetivo da aplicação dos métodos de avaliação é identificar as eventuais distorções de resultados obtidos entre os dois métodos.

### 7.1 RESULTADOS DA ANÁLISE DE ÍNDICES

#### 7.1.1 Indicadores de Liquidez

A tabela abaixo contém os resultados encontrados quando efetuado o cálculo dos índices de liquidez nos anos de 2006 e 2007 utilizando-se o padrão BRGAAP e IFRS, bem como as diferenças encontradas, se houverem, entre os resultados obtidos para os cálculos com base nos dois sistemas de contabilização.

**Tabela 3 - Indicadores de Liquidez**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>Índice de Solvência de Caixa</b>	1,0	1,0	0,0	0,3	0,3	0,0
<b>Índice de Liquidez Corrente</b>	2,5	2,5	0,0	1,6	1,8	0,2
<b>Índice de Liquidez Seca</b>	1,9	1,9	0,0	1,0	1,2	0,1
<b>Índice de Liquidez Geral</b>	1,7	1,7	0,0	1,3	1,4	0,1

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

Como se observa na tabela, os índices de liquidez da empresa no ano de 2007 não apresentaram mudança significativa quando calculados utilizando-se os dois padrões contábeis, sendo que todos os índices apresentaram diferença menor que 0,01 entre os resultados obtidos.

Nos cálculos efetuados com os resultados referentes a 2006, a maior diferença ocorreu no resultado do índice de liquidez corrente, o qual foi de 1,6 quando calculado sobre os resultados no formato BRGAAP e de 1,8 utilizando-se o balanço no formato IFRS, uma diferença de 0,2, a qual pode ainda ser considerada pouco relevante.

A análise deste indicador utilizando-se os resultados em BRGAAP informa que, para cada R\$1,0 de obrigações de curto prazo em 31/12/06, a companhia possuía R\$1,6 em ativos circulantes para fazer frente a estas obrigações, situação que se elevou para R\$2,5 em 2007, indicando uma melhoria na liquidez corrente da companhia de um ano para o outro. Se a análise fosse feita tendo como base a divulgação de resultados em IFRS, a avaliação do resultado afirmaria que a empresa, ao final de 2006, possuía R\$1,8 em ativos com capacidade de transformarem-se em caixa no curto prazo para cada R\$1,0 de obrigações com vencimento em um prazo inferior a um ano.

Ainda para o ano de 2006, o cálculo dos índices de liquidez seca e liquidez geral apresentaram pequena diferença, de apenas R\$0,1 entre os dois modelos contábeis utilizados.

Os resultados diferentes entre os dois padrões contábeis ocorreram, em todos os índices de liquidez calculados no ano de 2006, pela diferença de R\$29,0 milhões na conta de passivo circulante, causada pelo registro diverso de dividendos entre os dois métodos de contabilização. De acordo com o IFRS, os dividendos e juros sobre o capital declarados após a data do balanço, porém antes da data de divulgação do relatório, não devem ser reconhecidos como passivos. Segundo o BRGAAP, contudo, um passivo de dividendos propostos pela administração deve ser contabilizado no balanço ao encerramento do exercício, mesmo que este seja levado a considerações dos acionistas posteriormente.

Os indicadores de liquidez não foram significativamente impactados pelas mudanças ocorridas entre o padrão contábil brasileiro e o internacional, sendo as diferenças observadas entre os resultados muito pequenas. A análise única destes indicadores, no entanto, não se faz suficiente para uma correta avaliação da empresa em questão, sendo necessária a aplicação de outros índices, como aqueles que medem a eficiência operacional da empresa, que seguem calculados nos próximos capítulos deste trabalho.

### 7.1.2 Indicadores de Atividade

A tabela abaixo contém os resultados encontrados para o cálculo dos indicadores de atividade nos anos de 2006 e 2007 para a empresa Romi, utilizando-se para a aplicação das fórmulas dois padrões contábeis, notadamente BRGAAP e IFRS, com o objetivo de apurar diferenças entre os resultados obtidos entre estes.

**Tabela 4 - Indicadores de Atividade**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>Giro do Ativo</b>	0,5	0,5	0,0	0,6	0,6	0,0
<b>Giro de contas a receber</b>	2,2	2,2	0,0	2,5	2,5	0,0
<b>Prezo médio de recebimento</b>	165	166	1 dia	144	146	2 dias
<b>Giro de contas a pagar</b>	14,4	14,3	-0,1	17,2	17,1	-0,1
<b>Prazo médio de pagamento</b>	25	26	0 dia	21	21	0 dia
<b>Giro de estoques</b>	2,0	2,0	0,0	1,8	1,8	0,0
<b>Prazo médio de estoques</b>	185	186	1 dias	198	200	1 dias

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

Não houve diferença significativa nos resultados obtidos para os indicadores de atividade nos dois métodos de contabilização. As mudanças percebidas ocorreram no prazo médio de recebimento, que foi superior em 1 dia no IFRS em 2007 e em 2 dias no ano de 2006, e no prazo médio de estoques, quando houve elevação de 1 dia entre os dois padrões contábeis, nos dois anos avaliados.

A mudança no prazo médio de recebimento foi decorrente de uma alteração na contabilização de duplicatas a receber entre os dois métodos contábeis, tornando esta conta maior na contabilização em IFRS, com incremento de R\$2,9 milhões em 2006 e de R\$1,3 milhões em 2007. A elevação na conta de duplicatas descontadas teve contrapartida na rubrica empréstimos e financiamentos, no passivo circulante.

A elevação no prazo médio de estoques verificada nos dois anos ocorreu em razão da diferença no custo dos produtos vendidos nos dois padrões contábeis. O custo apresentou diferenças entre os dois formatos de contabilização, como consequência da alteração no registro do ativo imobilizado, que foi reduzido em BRGAAP pela reversão dos reajustes efetuados no passado pela empresa, uma vez que esta optou por contabilizar, em IFRS, o ativo pelo custo de aquisição. Esta mudança no ativo imobilizado teve como consequência uma mudança no valor de depreciação atribuído a custos.

O cálculo dos indicadores de atividade, que indicam o quanto a empresa consegue gerar de ativos com os passivos que possui e em que velocidade consegue transformar ativos em receitas, é complementado pelo cálculo dos indicadores de rentabilidade, que mostra qual o resultado a empresa está obtendo nesta transformação, isto é, qual margem auferida após o pagamento dos custos e despesas.

A questão entre os indicadores de atividade e as margens constitui, muitas vezes, uma decisão estratégica da empresa no mercado de atuação. Uma companhia pode optar, por exemplo, por reduzir o preço dos produtos vendidos e ampliar suas vendas, o resultado desta estratégia seriam indicadores de giro do ativo maiores, pela maior receita sobre a mesma base de ativos, ainda que obtivesse margens operacionais menores, pelo menor preço e manutenção dos custos e despesas.

Faz-se importante, como mostra o exemplo acima exposto, analisar conjuntamente os indicadores de atividade e de rentabilidade quando se estuda os resultados financeiros de uma companhia. A análise efetuada no presente trabalho, pelo motivo de complementaridade acima explicado, segue com o cálculo dos indicadores de rentabilidade da empresa Romi.

### 7.1.3 Indicadores de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade foram aqueles que apresentaram maior variação em seu cálculo efetuado nas diferentes formas contábeis, como pode ser observado na tabela abaixo.

**Tabela 5 - Indicadores de Lucratividade**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>Margem Bruta</b>	42,7%	43,1%	0,3 p.p	43,1%	43,5%	0,4 p.p
<b>Margem EBITDA</b>	19,7%	21,2%	1,5 p.p	20,3%	19,8%	-0,5 p.p
<b>Margem EBITDA ajustada</b>	21,8%	21,2%	-0,5 p.p	20,3%	19,8%	-0,5 p.p
<b>Margem Líquida</b>	17,3%	19,7%	2,4 p.p	15,2%	15,5%	0,3 p.p

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

A Margem Bruta da companhia, isto é, o lucro bruto da Romi após os custos dos produtos vendidos, como percentual da receita líquida operacional da empresa, apresentou elevação quando calculada sobre as demonstrações financeiras em IFRS comparativamente ao resultado obtido sobre os balanços em BRGAAP. O aumento verificado foi de 0,2 p.p em 2006 e 0,3p.p em 2007 e teve como causa, em ambos os casos, a diferença observada na linha de custos dos produtos nos dois métodos contábeis. Como já explicado anteriormente, a mudança nos custos foi decorrente da mudança na contabilização do Ativo Imobilizado e conseqüente impacto na depreciação da empresa.

A margem EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) da companhia também sofreu alterações entre os dois métodos de contabilização. Faz-se necessário, para o cálculo da margem EBITDA, o cálculo do EBITDA, uma vez que este nem sempre é apresentado juntamente com a divulgação dos resultados financeiros pela empresa, sendo uma medida muito utilizada por analistas de mercado, cuja divulgação não é exigida pela legislação.

O cálculo do EBITDA segue na tabela abaixo, bem como o do EBITDA ajustado com a despesa com emissão de ações. Este ajuste foi sugerido, pois este fator teve o maior impacto sobre o cálculo da margem da companhia e não se trata de uma despesa recorrente nos resultados da empresa.

**Tabela 6 - Cálculo do EBITDA**

Cálculo do EBITDA						
	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>(=) Lucro operacional</b>	110.393	122.395	10,9%	99.916	99.661	-0,3%
<b>(+) Depreciação</b>	14.263	11.855	-16,9%	11.488	9.124	-20,6%
<b>EBITDA</b>	124.656	134.250	7,7%	111.404	108.785	-2,4%
<b>(+) Despesa com oferta de ações</b>	12.963	-	-	-	-	-
<b>EBITDA ajustado</b>	137.619	134.250	-2,4%	111.404	108.785	-2,4%

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

A Margem EBITDA da Romi foi a que apresentou maior diferença quando calculada sobre os dois padrões contábeis. No ano de 2006, a margem EBITDA da companhia foi inferior em 0,5 p.p quando calculada sobre os padrões IFRS, impactada pela elevação de R\$3,1 milhões na despesa de honorários da

administração, despesa que foi compensada, em parte, pela redução de R\$2,0 milhões nos custos dos produtos vendidos.

A elevação nas despesas com honorários da administração no formato IFRS, ocorreu pois a participação dos administradores, que é contabilizada após o lucro líquido no BRGAAP, deve ser contabilizada juntamente com as demais despesas operacionais no padrão internacional, impactando, desta maneira, no lucro operacional da companhia e conseqüentemente no seu EBITDA.

A Margem EBITDA de 2007 calculada para os dois padrões contábeis apresentou variação de 1,5p.p entre os resultados obtidos, sendo de 21,2% em IFRS e 19,7% em BRGAAP.

Além de ser impactada pelos efeitos de redução nos custos dos produtos vendidos e elevação nas despesas de participação e honorários da administração, assim como no ano de 2006 a margem EBITDA de 2007, em IFRS, foi ampliada principalmente pela não contabilização dos gastos com oferta pública de ações neste modelo, diferentemente do que ocorre no padrão contábil brasileiro.

De acordo com o IFRS, os gastos com oferta pública de ações devem ser classificados diretamente no patrimônio líquido e de acordo com o BRGAAP os gastos com oferta pública de ações devem ser contabilizados no resultado do exercício, reduzindo o lucro líquido da empresa.

Uma vez que a despesa com emissão de ações é extraordinária, ou seja, não ocorre em todos os períodos e nem diz respeito diretamente a atividade operacional da empresa, é comum verificar em relatórios financeiros o cálculo do EBITDA ajustado, como calculado na Tabela 6, no qual não se consideram despesas não-recorrentes como esta. Estes ajustes no cálculo do EBITDA são aceitáveis, uma vez que o objetivo do indicador é justamente medir a geração bruta de caixa operacional da companhia.

A partir da análise do EBITDA ajustado de 2007 em BRGAAP, que desconsidera as despesas com emissão de ações contabilizadas, a diferença entre a margem EBITDA calculada nos dois modelos se reduz, sendo a Margem EBITDA de 2007 em IFRS, de 21,2%, inferior em 0,5p.p em relação aquela calculada sobre os demonstrativos de resultado em BRGAAP.

A Margem Líquida de 2006, calculada com base nos dois padrões contábeis, não apresentou diferenças significativas, sendo impactada pela redução de R\$1,9 milhão nos custos em IFRS, com a mudança no valor do ativo imobilizado e na depreciação, já comentada anteriormente.

A Margem Líquida de 2007, calculada em IFRS, foi de 19,7%, 2,4 p.p superior ao resultado obtido quando calculada utilizando-se os dados em BRGAAP. Este resultado foi impactado principalmente pela diferença no lucro líquido, que foi maior em R\$15,2 milhões quando apurado em IFRS, impactado pela não consideração das despesas com emissão de ações no demonstrativo de resultado neste método contábil.

Como resultado das margens e dos indicadores de giro da empresa, tem-se o retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido, que informam a eficiência da empresa em gerar valor com os ativos que possui, no primeiro caso, e para seus acionistas, no segundo caso.

Estes indicadores também apresentaram diferenças quando calculados sobre os dois diferentes modos de contabilização, conforme pode ser observado na tabela.

**Tabela 7 - Indicadores de Rentabilidade**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>ROA</b>	7,9%	9,2%	1,3 p.p	9,1%	9,7%	0,6 p.p
<b>ROE</b>	16,8%	19,9%	3,1 p.p	24,3%	24,6%	0,3 p.p

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

O retorno sobre o ativo (ROA) de 2006, quando calculado sobre os demonstrativos em IFRS, foi 0,6 p.p superior ao resultado calculado sobre os demonstrativos em BRGAAP, impactado principalmente pelo ativo menor, em R\$34,7 milhões, no formato IFRS, uma vez que a Romi utilizou a exceção para apresentação do valor justo de imobilizado como custo de aquisição, revertendo o saldo das reavaliações registradas em 1988 e 1994. Ou seja, a Romi contabilizou um ativo imobilizado menor em IFRS pela reversão de reavaliações passadas.

Já o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) calculado para o ano de 2006 foi de 24,6% em IFRS, ante 24,3% quando calculado em BRGAAP, diferença pouco relevante, causada pela elevação tanto do lucro líquido quanto do patrimônio na mudança de contabilização.

O cálculo dos índices de rentabilidade ROE e ROA para o ano de 2007 apresentaram maiores distorções entre os resultados apurados entre os dois padrões contábeis do que estes mesmos índices calculados para o ano de 2006.

O retorno sobre o ativo (ROA) em 2007, no padrão BRGAAP foi de 7,9%, enquanto em IFRS foi de 9,2%, ou seja, uma elevação de 1,3 p.p. A aparente melhora no índice foi causada, neste caso, pela junção de um lucro líquido R\$15,2 milhões superior em IFRS com um ativo R\$ 26,0 milhões menor pela reversão de reavaliações comentada acima.

O lucro líquido superior, como comentado anteriormente, foi causado principalmente pela contabilização das despesas com o lançamento de ações no patrimônio líquido ao invés de no demonstrativo de resultados, segundo a metodologia do IFRS, enquanto no BRGAAP esta despesa deveria passar pelo demonstrativo de resultados.

O ativo R\$26,0 milhões inferior deveu-se à reversão da reavaliação dos ativos nos anos de 1988 e 1994, uma vez que a empresa utilizou-se da isenção para apresentação do valor justo de imobilizado como custo de aquisição, revertendo os saldos destas reavaliações.

O índice ROE em 2007, que mede o retorno para o acionista, foi de 16,8% em BRGAAP e de 19,9% em IFRS, 3,1 p.p superior, o que configuraria uma expressiva melhora de rentabilidade, caso não fosse decorrente apenas de aspectos contábeis, como é o caso.

Esta elevação no ROE ocorreu como consequência, da mesma forma que a elevação do ROA, do acréscimo no lucro líquido, devido a não contabilização de despesas com a emissão de ações em IFRS, juntamente com um Patrimônio Líquido R\$ 26,8 milhões inferior na mesma contabilização, comparativamente ao formato anterior.

O Patrimônio Líquido, por sua vez, foi menor na contabilização no padrão internacional no ano de 2007, principalmente pela contabilização de reservas de reavaliação iguais a zero em IFRS, enquanto eram contabilizadas reservas de R\$28,8 milhões em BRGAAP. As reservas foram zeradas em IFRS como contrapartida à exceção utilizada, na aplicação do IFRS1 pela Romi, da contabilização de imobilizado como custo de aquisição e consequente reversão das reavaliações que haviam sido registradas em anos anteriores no formato BRGAAP.

Além de medir a rentabilidade de uma empresa, faz-se necessário muitas vezes analisar seus indicadores de endividamento e alavancagem, para compreender melhor como a empresa financia suas atividades, isto é, se possui maior participação do capital próprio ou de terceiros nas suas exigibilidades. O próximo capítulo analisa se houve modificações nestes indicadores nos diferentes formatos de contabilização.

#### 7.1.4 Indicadores de Endividamento e Alavancagem

Não foram encontradas diferenças significativas nos resultados obtidos para os indicadores de endividamento e alavancagem de 2006 e 2007 da empresa Romi quando efetuados os cálculos sobre os dois padrões contábeis. Os resultados obtidos constam na tabela abaixo.

**Tabela 8 - Indicadores de Endividamento e Alavancagem**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>Índice de Endividamento</b>	48,7%	49,9%	1,1 p.p	54,5%	54,5%	-0,1 p.p
<b>Multiplicador de Capital Próprio</b>	2.1	2.2	0.1	2.7	2.5	-0.1

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

O índice de endividamento financeiro, que mede o percentual de dívida sobre o total de capital levantado para as atividades da empresa, ficou praticamente inalterado quando calculado para o ano de 2006, apresentou pequena elevação de 1,1 p.p quando calculado em IFRS para o ano de 2007, indicando que a empresa estaria levemente mais alavancada, isto é, com maior participação de capital de terceiros.

A diferença foi decorrente da redução do patrimônio líquido, pela reversão das reavaliações do ativo imobilizado e pela contrapartida na reserva de reavaliação, que foi zerada em IFRS. Também influenciaram o resultado a elevação nas rubricas de empréstimos e financiamentos tanto no passivo circulante como no passivo não circulante, pela reclassificação do saldo de títulos descontados e faturamentos

antecipados para a rubrica de empréstimos e financiamentos (circulante e não circulante).

## 7.2 RESULTADOS DA ANÁLISE ATRAVÉS DE MÚLTIPLOS

### 7.2.1 Múltiplo Preço/Lucro

A análise do preço/lucro da Romi no ano de 2006 nas duas formas de contabilização não mostra grandes alterações, com o múltiplo P/L de 2006 em IFRS, apenas 0,5x inferior ao múltiplo calculado com base nos demonstrativos financeiros em BRGAAP, como pode ser observado na tabela abaixo, o que não significa uma mudança significativa para a avaliação.

**Tabela 9 – Análise Através de Múltiplos**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>Valor de Mercado (R\$ mil)</b>	1.743.202			1.743.202		
<b>P/L</b>	15,9 x	14,0 x	-1,9	21 x	20,5 x	-0,5

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

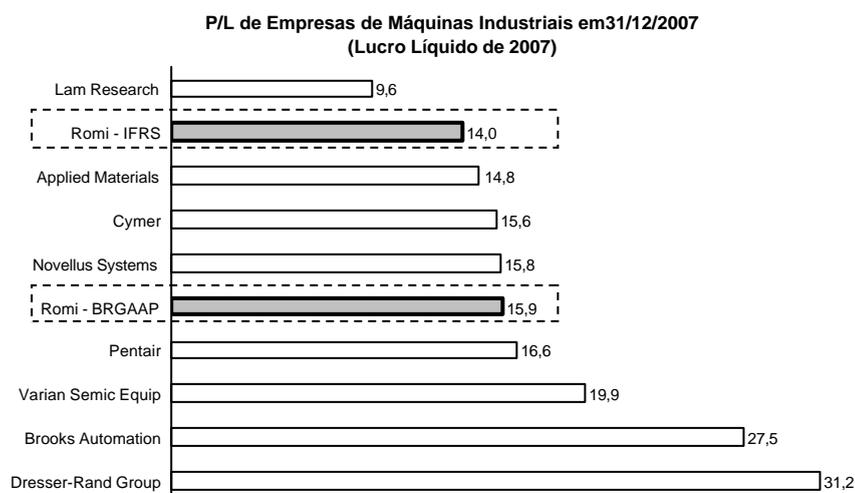
O resultado para o múltiplo P/L para o ano de 2007, no entanto, já mostra uma diferença maior entre os resultados auferidos para os dois métodos de contabilização. O índice preço/lucro de 2007 em BRGAAP era de 15,9x, informando que um investidor demoraria, em média, cerca de 16 anos para recuperar o capital aportado na compra das ações da empresa, caso ela mantivesse este patamar de lucro e distribuísse integralmente o lucro líquido na forma de proventos aos seus acionistas, enquanto que, segundo a análise sobre o formato IFRS, o investidor levaria 14 anos para recuperar o capital.

O resultado em IFRS foi impactado principalmente pelo lucro líquido maior por conta da não contabilização, neste modelo, das despesas com emissão de ações, fazendo com que o múltiplo fosse de 14,0x. Seguindo o mesmo raciocínio feito

anteriormente, quando calculado sobre o balanço em IFRS, o acionista que comprasse ações da empresa ao final de 2007, teria o valor aportado devolvido na forma de proventos em 14 anos, caso a companhia mantivesse o mesmo lucro líquido ao longo dos anos e efetuasse a distribuição de 100% desta na forma de proventos.

A análise dos múltiplos é muito utilizada por investidores de ações listadas em bolsa, provavelmente pela facilidade de efetuar os cálculos destes indicadores e possibilidade de comparação com outras empresas. Diante de uma mudança no padrão contábil, uma vez que nem todas as companhias são obrigadas a divulgar o mesmo padrão contábil ao mesmo tempo, é importante observar as distorções que podem ocorrer na análise feita, decorrente apenas da mudança entre padrões, e não refletindo resultados melhores operacionalmente por parte da companhia analisada.

No exemplo da Romi, conforme pode ser observado no gráfico abaixo, uma comparação de múltiplo P/L da empresa com o de outras empresas a nível mundial, atuantes em segmentos semelhantes o dela, de máquinas industriais, pode levar a distorções conforme o modelo contábil utilizado para efetuar o cálculo do indicador. Observamos que a Romi, a partir do modelo contábil IFRS seria a segunda empresa com o múltiplo mais baixo do setor, mudando para a sexta posição quando calculamos o mesmo múltiplo para o ano de 2007 segundo os demonstrativos financeiros em BRGAAP.



**Ilustração 2 - P/L de empresas de Máquinas Industriais em 31/12/2007**

Uma vez que a tendência dos analistas é optarem por adquirir ações de empresas com múltiplos mais baixos, considerando que estas empresas apresentam um lucro maior relativamente ao valor pago por suas ações em bolsa, o modelo IFRS tende a beneficiar a análise da empresa neste caso. É importante observar, no entanto que a análise de P/L, sozinha, pode não se mostrar eficiente, pois desconsidera o valor do dinheiro no tempo e também não considera o potencial de crescimento da empresa ao longo dos anos, considerando esta interpretação que a empresa continuará apresentando sempre o mesmo lucro líquido.

Ainda em relação ao gráfico, ressalta-se que todas as empresas do exemplo, com exceção da Romi, por serem americanas, utilizam os demonstrativos contábeis no modelo USGAAP.

### 7.2.2 Múltiplo Preço/Lucro Justo

Uma das formas de avaliar a compra da ação de uma empresa é o cálculo do P/L justo para a companhia. Para efetuar o cálculo deste indicador é utilizado o Índice de *Payout* da empresa, a taxa esperada de crescimento nos seus lucros e conseqüentemente nos seus dividendos, e a taxa de retorno esperada.

A companhia Romi, em 2007, registrou um *Payout* de 110,9% quando calculado levando em consideração o balanço da empresa em BRGAAP e de 97,4% se considerarmos a método de contabilização em IFRS. A principal diferença entre os índices de *Payout* registrados ocorreu devido à contabilização de um lucro líquido R\$ 15,2 milhões maior em IFRS, pela não consideração, no demonstrativo de resultados, das despesas com emissão de ações segundo este método de contabilização. Já o valor pago em dividendos e juros sobre o capital permanece o mesmo em ambos os formatos.

Para efetuar o cálculo de P/L justo, foi utilizada uma taxa de crescimento de dividendos de 4,3%, em linha com o crescimento estimado pelo relatório Focus do

Banco Central de 31/12/07 para o PIB Industrial para os próximos anos. A taxa de retorno exigida utilizada foi de 11,2%, equivalente ao retorno obtido em uma aplicação, em 31/12/07, Letras Financeiras do Tesouro Brasileiro por um ano – investimento este considerado com baixo risco de inadimplência. Os resultados obtidos estão explicitados na tabela abaixo.

**Tabela 10 - Análise Através de Múltiplos – P/L Justo**

	2007		
	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>P/L</b>	15,9 x	14,0 x	-1,9
<b>P/L justo com base no payout de 2007</b>	16,8 x	14,8 x	-2,0
<b>Potencial teórico de valorização da empresa</b>	5,7%	5,7%	0,1 p.p
<b>P/L justo com base no dividendo estatutário</b>	3,8 x	3,8 x	
<b>Potencial teórico de valorização da empresa</b>	-76,1%	-72,9%	3,2 p.p
<b>Dividendos pagos</b>	-121.506	-121.506	
<b>Payout</b>	110,9%	97,4%	-13,6 x
<b>Taxa de crescimento de dividendos (PIB industrial)</b>	4,3%		
<b>Taxa exigida de retorno sobre o Patrimônio</b>	11,2%		
<b>Dividendo estatutário</b>	25,0%		

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

Através da observação da tabela acima, verifica-se que o P/L justo calculado com base no balanço em BRGAAP foi de 16,8x, considerando-se um crescimento anual de 4,3%, um retorno mínimo de 11,2% e um *Payout* de 110,9%. Quando calculado sobre os dados em IFRS, o P/L justo foi de 14,8x, utilizando-se o mesmo crescimento, a mesma taxa de retorno e com *Payout* de 97,4%.

Ainda que os resultados de P/L justo tenham sido diferentes para os dois padrões contábeis, os potenciais de valorização das ações da companhia, tendo como base a avaliação pelo método de P/L justo, são iguais, devido à diferença também verificada nos múltiplos P/L atuais para a empresa nos dois modelos de contabilização. Isto é, para os dois cálculos, o potencial de valorização encontrado foi de 5,7%, percentual decorrente da suposta valorização de 15,9x para 16,8x do P/L, em BR GAAP, e da elevação do P/L de 14,0x para 14,8x em IFRS.

É importante destacar que a empresa registrou um *Payout* elevado em 2007, que pode não se repetir em outros períodos, uma vez que não é previsto no estatuto da companhia. A Romi tem obrigação apenas de pagar os dividendos mínimos garantidos por lei, em um percentual de 25% do lucro líquido auferido. Com base nisso, foi calculado o P/L justo da companhia levando em consideração o pagamento apenas destes dividendos mínimos, o que traria um resultado de P/L Justo de apenas 3,8x para as ações da companhia em ambas as contabilizações,

bastante abaixo do P/L que a companhia era negociada em bolsa a empresa em 31/12/2007.

Assim como o Preço/Lucro, o múltiplo EV/EBITDA é muito utilizado por analistas de mercado na avaliação e comparação entre empresas, sendo este segundo múltiplo mais direcionado ao cálculo dos resultados operacionais da companhia. Desta forma, é efetuado o cálculo e comparação deste múltiplo no capítulo seguinte.

### **7.2.3 Múltiplo EV/EBITDA**

Assim como ocorrido com o cálculo do preço/lucro para a Romi, o cálculo do Enterprise Value/EBITDA, ou valor da firma sobre EBITDA apresentou maior diferença entre os resultados nos dois padrões contábeis em 2007.

Para efetuar o cálculo do valor da firma da empresa, adiciona-se ao seu valor de mercado sua dívida líquida – supondo que, ao tornar-se acionista de uma empresa o investidor não está somente pagando por seus ativos, mas também está adquirindo a dívida que esta empresa possui com terceiros.

A dívida líquida foi calculada somando-se o valor de empréstimos e financiamentos possuídos tanto a curto como a longo prazo, contabilizados no passivo circulante do balanço patrimonial e reduzindo-se destes o caixa disponível. A dívida líquida da Romi em 2007 no formato BRGAAP foi de R\$319,9 milhões, ante uma dívida líquida de R\$322,2 milhões em IFRS devido a reclassificações, uma vez que, de acordo com o IFRS, o saldo de títulos descontados e faturamentos antecipados foram para a rubrica de empréstimos e financiamentos circulante.

Já o EBITDA de 2007 calculado para a Romi em BRGAAP foi de R\$124,7 milhões, comparativamente a um EBITDA de R\$134,2 milhões em IFRS – 7,7% superior - conforme explicado anteriormente, impactado principalmente pela diferença de contabilização das despesas com a emissão de novas ações.

Com as diferenças nos valores de dívida líquida e EBITDA, o múltiplo EV/EBITDA'07 em IFRS foi de 15,4x, menor em 1,2x em relação ao múltiplo em BRGAAP, de 16,6x. Pode-se concluir, portanto, que houve uma melhora no múltiplo EV/EBITDA quando calculado sobre os relatórios financeiros no formato IFRS.

**Tabela 11 - Análise Através de Múltiplos – EV/EBITDA**

	2007			2006		
	BR Gaap	IFRS	Diferença	BR Gaap	IFRS	Diferença
<b>EBITDA</b>	124.656	134.250	7,7%	111.404	108.785	-2,4%
<b>Dívida líquida</b>	319.876	322.219	0,7%	324.085	326.982	0,9%
<b>Valor da Firma</b>	2.063.078	2.065.421	0,1%	2.067.287	2.070.184	0,1%
<b>EV/EBITDA</b>	16,6 x	15,4 x	-1,2	18,6 x	19 x	0,5

Fonte: Demonstrações financeiras Romi e elaboração própria

### 7.3 RESULTADO DA ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Uma das análises mais populares para mensurar o valor justo de uma empresa talvez seja a análise de fluxo descontado para a firma, a qual parte da projeção dos fluxos de caixa futuros que serão obtidos pela companhia, com base em projeções de resultados como vendas, custos dos produtos e despesas e posterior desconto destes fluxos a valor presente. Uma das taxas utilizadas para descontar os fluxos de caixa é a taxa de custo médio ponderado de capital (WACC), que leva em conta uma ponderação entre os custos de capital próprio e de terceiros da companhia. Para os anos posteriores aos da projeção de fluxos de caixa, é aplicada uma taxa de crescimento na perpetuidade, para se obter o valor de mercado atual dos fluxos de caixa futuros projetados.

Neste trabalho, foi desenvolvida a projeção dos fluxos de caixa futuros para a empresa Romi tendo como base as informações financeiras da companhia do ano de 2007 nos dois formatos contábeis em que foram divulgadas, notadamente BRGAAP e IFRS, com o objetivo de constatar se haveriam modificações no resultado final das avaliações decorrentes da mudança entre os padrões contábeis. Foram utilizadas as mesmas premissas de crescimento nas duas projeções, de

forma que mudanças de resultados reflitam somente diferenças nos modelos contábeis.

Quando se tratam de projeções, algumas premissas macroeconômicas são indispensáveis para que se possa avaliar a tendência de evolução nos negócios, já que a companhia está inserida na economia e em muito é afetada pelo andamento desta. Devido a isso, torna-se indispensável à utilização de projeções de crescimento do PIB do país para avaliar a demanda, das taxas de inflação para efetuar a projeção de preços e custos dos insumos e salários, das taxas de câmbio no caso de vendas para o exterior e das taxas de juros, para avaliar os investimentos e o retorno sobre o capital.

As premissas macroeconômicas adotadas para basear as projeções de resultados e fluxo de caixa de 2008 a 2013, as quais estão expostas na tabela abaixo, foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e coletadas com base nas expectativas de mercado na data de 31/12/2007, simulando a situação vivenciada pelo mercado no momento próximo ao de divulgação dos demonstrativos financeiros.

**Tabela 12 - Projeções de mercado**

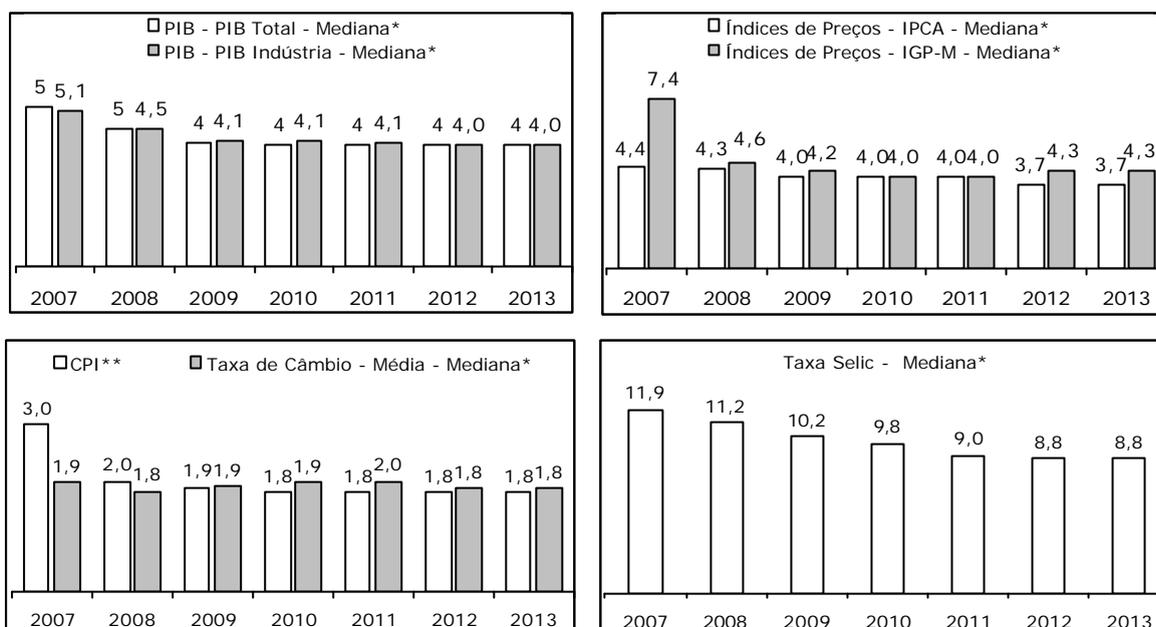
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB - PIB Total - Mediana*	5,20	4,50	4,06	4,00	4,00	4,00	4,00
PIB - PIB Indústria - Mediana*	5,06	4,50	4,10	4,10	4,07	4,00	4,00
Índices de Preços - IPCA - Mediana*	4,37	4,30	4,00	4,00	4,00	3,65	3,65
Índices de Preços - IGP-M - Mediana*	7,37	4,57	4,20	4,00	4,00	4,25	4,25
CPI**	2,95	1,95	1,85	1,75	1,75	1,75	1,75
Taxa de Câmbio - Média - Mediana*	1,93	1,78	1,86	1,93	1,95	1,83	1,83
Taxa Selic - Meta para a Taxa Selic - Média - Mediana*	11,94	11,16	10,19	9,75	9,00	8,76	8,76

Fonte: Relatório Focus do Banco Central, dez/07 e Projeções do Federal Reserve, out/ 07

As projeções de PIB total e industrial, de índices de preços, as taxas de câmbio e de juros para o Brasil, foram retiradas do relatório Focus de dezembro de 2007, o qual é divulgado semanalmente no site do Banco Central do Brasil.

O relatório Focus condensa as expectativas de agentes do mercado para as principais variáveis econômicas, fazendo isto através de uma consulta a instituições financeiras durante a semana anterior a divulgação do relatório. Para as expectativas de mercado para o Brasil foi utilizada, em todos os casos, a mediana das projeções dos agentes.

As expectativas para o CPI, *Consumer Prices Index*, foram retiradas do Federal Reserve, o banco central americano, de relatório divulgado em outubro de 2007, sendo estas as últimas estimativas publicadas, naquele ano, pelo órgão. Os gráficos abaixo ilustram as premissas macroeconômicas utilizadas nas projeções.



**Ilustração 3 - Índices Macroeconômicos Projetados**

### 7.3.1 Cálculo do Custo Ponderado do Capital (WACC)

Para efetuar o desconto dos fluxos de caixa projetados para a empresa, foi realizado o cálculo do WACC (*Weighted Average Capital Cost*) sobre os dois padrões contábeis, observando-se pequena diferença de resultado entre os dois, devido principalmente à diferença no percentual de capital de terceiros e capital próprios, como pode ser observado na tabela abaixo.

**Tabela 13 - Custo de Capital (WACC) em BRGAAP**

Taxa livre de risco (rf)	<b>5,91%</b>
Taxa de retorno de mercado (rm)	9,7%
Beta do Ativo - Economatica (60 meses)	0,68
Prêmio pelo risco (rf-rm)	3,74%
Prêmio de risco Brasil (JP/MOODY'S em 31/12/2007)	2,21%
Custo do capital próprio	10,66%
% de capital próprio sobre total	51,25%
<b>Contribuição do capital próprio</b>	<b>5,47%</b>
Custo médio da dívida em reais	15,53%
Alíquota de IR	34%
Custo do capital de terceiros (dívida) depois IR	10,25%
% de dívida sobre total	48,75%
<b>Contribuição da dívida</b>	<b>5,00%</b>
<b>WACC</b>	<b>10,46%</b>

Fonte: Elaboração própria

**Tabela 14 - Custo de Capital (WACC) em IFRS**

Taxa livre de risco (rf)	<b>5,91%</b>
Taxa de retorno de mercado (rm)	9,7%
Beta do Ativo - Economatica (60 meses)	0,68
Prêmio pelo risco (rf-rm)	3,74%
Prêmio de risco Brasil (JP/MOODY'S em 31/12/2007)	2,21%
Custo do capital próprio	10,66%
% de capital próprio sobre total	50,14%
<b>Contribuição do capital próprio</b>	<b>5,35%</b>
Custo médio da dívida	17,05%
Alíquota de IR	34%
Custo da dívida depois IR	11,25%
% de dívida sobre total	49,86%
<b>Contribuição da dívida</b>	<b>5,61%</b>
<b>WACC</b>	<b>10,96%</b>

Fonte: Elaboração própria

Também foi constatada uma diferença nos custo da dívida calculada entre os dois padrões, ocasionada principalmente por reclassificações entre as rubricas de duplicatas a receber no ativo e empréstimos e financiamentos no passivo. Como o cálculo do custo da dívida foi obtido com o resultado financeiro incorrido no ano de em 2007, dividido pelo total da rubrica empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo, este resultado apresentou diferença entre os dois padrões, uma vez que o resultado financeiro foi igual nos dois métodos, mas a contabilização do passivo de empréstimos apresentou diferença.

Para efetuar o cálculo do WACC foi utilizado como taxa livre de risco o retorno médio anual proporcionado pelos T-Bonds de 30 anos do governo americano em 10 anos, já que este é considerado um dos ativos com menor risco de mercado existente. Os T-Bonds são títulos de renda fixa, representativos de dívida do governo norte americano, negociáveis em mercado, com maturidade maior que 10 anos.

Para a taxa de retorno de mercado de ações foi utilizada a variação média anual do índice S&P 500 em 10 anos. O índice S&P 500 é reconhecido como um dos principais parâmetros do comportamento de bolsa de valores dos Estados Unidos, incluindo 500 maiores companhias da economia americana. O índice cobre aproximadamente 75% das ações do mercado americano, ponderadas pela sua capitalização de mercado.

Desta forma, obteve-se como prêmio de risco para o mercado de ações o valor de 3,7%, diferença entre o retorno médio anual do mercado de ações em dez anos (9,7%) e da taxa livre de risco com base nos T-Bonds (5,9%).

Foi acrescentado ainda um prêmio de risco de mercado referente ao risco país, por se estar avaliando uma empresa brasileira, com ações listadas na bolsa brasileira. O prêmio de risco pela localidade utilizado foi o risco-país para o Brasil calculado no dia 31/12/07 pela J. P. Morgan /MOODY'S, que era de 2,21%. Este prêmio de risco corresponde ao spread pago por um título brasileiro em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do Tesouro dos Estados Unidos.

O beta utilizado, que mede a sensibilidade das ações da Romi em relação à variação do índice de mercado brasileiro (Ibovespa), foi de 0,68, sendo calculado pelo software Economática com base na oscilação em 60 semanas.

O custo do capital próprio, utilizando-se das premissas descritas acima, foi de 10,66% para a Romi, o qual foi multiplicado pelo percentual de capital próprio existente na estrutura financeira desta. Segundo o BRGAAP a empresa possuía ao final de 2007, uma proporção de 51,3% de capital próprio em relação ao capital total, já em IFRS a companhia tem 50,1% de participação de capital de acionistas em sua estrutura de capital. Esta diferença de percentual de capital próprio entre os dois métodos contábeis confere uma pequena diferença no custo ponderado de capital

próprio da Romi, fazendo com que a contribuição do custo de capital próprio seja de 5,5% no WACC segundo as informações financeiras em BRGAAP, comparativamente a 5,4% quando calculado com os dados em IFRS.

Para efetuar o cálculo do custo da dívida, foi dividido o valor de despesas financeiras em 2007 sobre o montante total de empréstimos e financiamento registrados no balanço de dezembro de 2006, exceto aqueles decorrentes de repasse de FIname, pressupondo que as despesas ao longo do ano de 2007 foram decorrentes destes e que não houve grande mudança na estrutura de dívida ao longo do ano. Os empréstimos e financiamentos de repasse de FIname não foram considerados, pois não constituem dívida da empresa para financiar investimentos ou capital de giro, mas um repasse aos clientes, com contrapartida no ativo “valores a receber - repasse FIname fabricante”, sem que constitua uma dívida onerosa para a companhia.

Desta forma, o custo da dívida da Romi em BRGAAP e IFRS, foi de 10,3% e 11,3% respectivamente, maior no segundo modelo contábil uma vez que a despesa financeira não mudou nos dois formatos e a dívida registrada no passivo de 2006 foi R\$3,0 milhões maior pelas reclassificações, uma vez que de acordo com o IFRS o saldo de títulos descontados e faturamentos antecipados foram reclassificados para a rubrica de empréstimos e financiamentos (circulante e não circulante);

Como consequência dos fatores explicados, o WAAC da Romi segundo os balanços em BRGAAP foi de 10,5% enquanto nos balanços IFRS foi de 11,0%, impactada principalmente pela diferença na contribuição da dívida e custo do capital de terceiros nos dois casos.

### **7.3.2 Descrição da Empresa e dos Mercados de Atuação**

Para se realizar as projeções de resultados futuras de uma companhia é importante compreender sua atuação e principais produtos, mercados e que está inserida e estratégias futuras, as quais estão sendo descritas a seguir.

A companhia, fundada em 1930, tem suas atividades focadas principalmente na produção e comércio de máquinas-ferramenta, máquinas Injetoras de Plástico, equipamentos e acessórios industriais, ferramentas e fundidos brutos e usinados.

As máquinas ferramenta da Romi são principalmente os tornos CNC, os centros de torneamento e usinagem, que atendem as necessidades da indústria automobilística, de bens de capital, ferramentaria, aeronáutica e medico hospitalar. Neste segmento de atuação, de maquinas ferramenta, que representa cerca de 70% das receitas da companhia, a empresa foca as vendas tanto no mercado doméstico como no internacional. A Romi é líder brasileira neste segmento, possuindo 41% de participação de mercado.

As máquinas injetoras de plástico são fornecidas principalmente para a indústria automobilística, de embalagens, da linha branca e de construção civil, tendo a empresa atuação preponderante no mercado doméstico. A Romi possui *market share* de 33% no mercado nacional de máquinas injetoras de plástico.

No segmento de fundidos e usinados a Romi possui pequena participação de mercado, de apenas 3%, fornecendo fundidos brutos e usinados para a indústria automobilística, de energia, agricultura e bens de capital.

Atualmente, as instalações industriais da Romi são formadas por nove fábricas em três estabelecimentos no Estado de São Paulo, além da empresa deter participações em controladas no Brasil e no exterior.

A empresa investe cerca de 4% do seu faturamento líquido anual em novas tecnologias e no desenvolvimento de produtos, possuindo atualmente cerca de 60 patentes de invenção, além de desenvolver parcerias de colaboração tecnológica com outras empresas do Brasil e exterior. A comercialização dos produtos da Romi é feita de forma direta, através de pontos de venda, e indireta, por meio de distribuidores.

Algumas estratégias da Romi para os próximos anos são a consolidação de sua liderança no mercado nacional de máquinas-ferramenta e injetoras de plástico e a ampliação das exportações para mercados que proporcionem maiores margens. Também serão foco da companhia a ampliação do portfólio de produtos, inclusive por meio da atuação em outros segmentos de máquinas e equipamentos. Constituem objetivos da companhia a melhora de eficiência, na qual a mesma está investindo para a integração das unidades industriais e as aquisições de outras

companhias e alianças estratégicas, atuando, desta forma, como player consolidador no mercado de atuação.

### **7.3.3 Projeções de Resultado**

Para realizar a avaliação por fluxo de caixa, foram projetados os resultados da companhia até 2013, principalmente incorporando o crescimento decorrente dos investimentos anunciados para os próximos anos até 2012 e sendo 2013 um ano base para o crescimento na perpetuidade, no qual foi considerado o crescimento da companhia sem grandes elevações decorrentes de novos projetos e investimentos. A descrição das principais premissas e da projeção de cada uma das linhas dos demonstrativos financeiros e resultados da companhia para os próximos anos constam nos próximos capítulos.

A receita líquida foi projetada para cada segmento de atuação da Romi, notadamente o de máquinas ferramenta, o de máquinas injetoras de plástico e o de produção de fundidos, para melhor refletir os projetos realizados em cada uma destas áreas da empresa.

Para a projeção da quantidade de máquinas-ferramenta vendidas de 2007 até 2010, foi considerado um incremento igual ao crescimento projetado para o PIB industrial segundo o relatório Focus, o que resulta em um crescimento médio anual de 4,2% ao ano, baseado em uma maior utilização da capacidade ociosa. O ano de 2011 registrará um crescimento mais elevado, de 41,6% em volumes comparativamente a 2010, devido ao acréscimo de produção com a entrada em operação do projeto Paradiso, que ampliará a capacidade em 1.900 unidades. Conservadoramente, considerou-se para fins de projeção apenas 60% do aumento de capacidade em 2011, sendo 90% da entrada de capacidade contribuindo apenas em 2012, quando as vendas de máquinas-ferramenta em unidades elevam-se em 14,7% comparativamente a 2011, ainda prevendo alguma ociosidade na produção,

que não chega a 100%, encerrando a projeção em 92,8%. Para o ano de 2013 não foi considerada ampliação na quantidade vendida de máquinas-ferramenta.

Os preços das máquinas-ferramenta vendidas foram ampliados seguindo as projeções para o IGP-M até 2013. Em virtude da ampliação dos investimentos no segmento de máquinas-ferramenta e da correção de preços, a projeção indica uma elevação média anual de 14,9% ao ano, de 2007 a 2013, nas receitas líquidas de vendas com este produto, reduzindo sua participação de 65,9% das receitas em 2007 para 62,3% em 2012.

As vendas de unidades de máquinas injetoras de plástico foram projetadas conforme o crescimento estimado da projeção industrial nos próximos anos, de 4,2% ao ano, em média, de 2007 a 2013, considerando-se uma ampliação na utilização da capacidade instalada ociosa da companhia. No ano de 2013 foi mantida a mesma quantidade vendida em 2012, considerando investimentos apenas em manutenção. Com isso, as vendas de injetoras de plástico passam de 381 unidades em 2007 para 467 no último ano da projeção. Os preços de vendas destas máquinas foram reajustados anualmente conforme a projeção do IGP-M.

Como resultado da projeção do crescimento de vendas e correção de preços segundo a inflação, a receita líquida advinda das vendas de máquinas injetoras amplia-se em média 7,8% ao ano de 2007 a 2013, reduzindo sua participação de 16,5% das receitas líquidas totais da empresa em 2007 para 10,6% em 2012.

As vendas de fundidos, em unidades, foram ampliadas conforme as estimativas divulgadas pela companhia em sua apresentação ao mercado. A expectativa de ampliação de vendas é consequência da elevação de capacidade através do projeto Vulcano. Desta forma, foi considerado acréscimo de 10.000 unidades em 2008, 20.000 unidades em 2009 30.000 unidades em 2010 e 40.000 em 2011, conforme indica a projeção da empresa para o andamento deste projeto, ilustrada pela tabela abaixo.

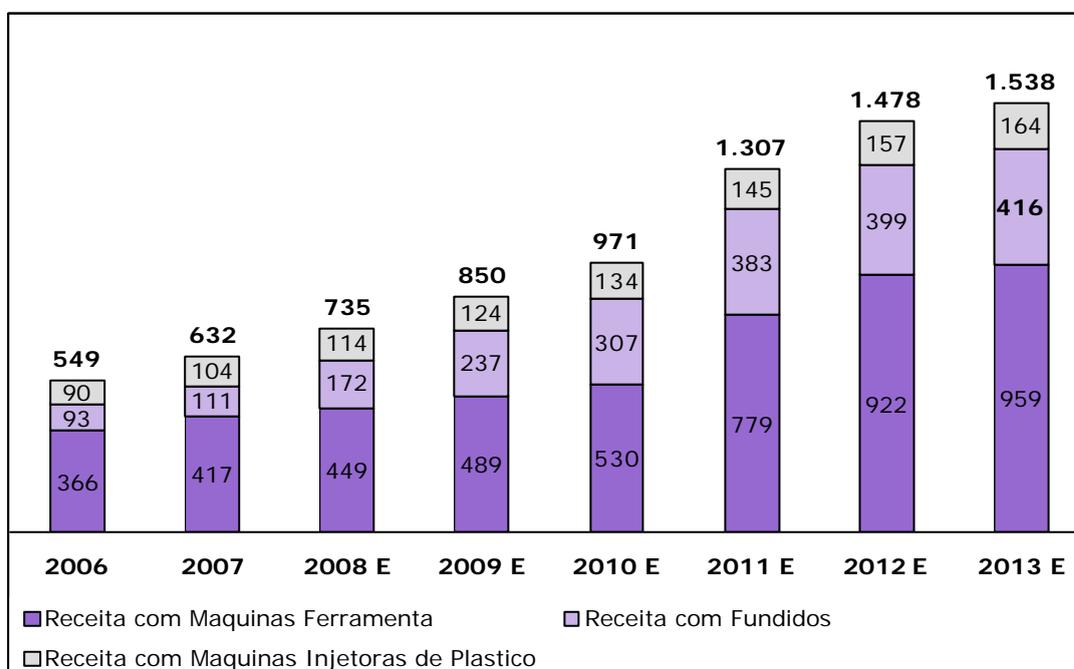
**Tabela 15 - Incremento da capacidade instalada - Projeto Vulcano**

	Fase 1 - 2008	Fase 2 - 2009	Fase 3 - 2010	Fase 4 - 2011
Investimentos	25	30	30	35
Capacidade (t/ano)	10.000	20.000	30.000	40.000

Fonte: Romi

Os preços dos fundidos vendidos foram ampliados conforme a projeção de aumento do IGP-M. Desta forma, a receita líquida decorrente da venda de fundidos ampliou-se em média 24,6% ao ano, em R\$415,7 milhões em 2013, modificando sua participação sobre a receita total, de 17,6% da receita líquida total em 2007 para 27,0% em 2012.

Considerando a projeção das receitas advindas de cada tipo de produto, tem-se que a receita líquida total da Romi crescerá a uma taxa média de 16,0% ao ano até 2013, ampliando-se de R\$632,0 milhões em 2007 para R\$1.538,3 milhões em 2013. A evolução da receita líquida projetada para a companhia, bem como a divulgada nos anos de 2006 e 2007, está ilustrada no gráfico abaixo.



**Ilustração 4 - Receita Líquida projetada por produto – BRGAAP e IFRS**

Fonte: Romi

Não houve diferenças entre as receita líquida divulgada em BRGAAP e IFRS, portanto, tanto as receitas históricas como as projetadas são iguais nos dois padrões contábeis, dado que as premissas de crescimento utilizadas são iguais para a confecção das projeções, que tem como base os dois padrões contábeis distintos.

A projeção de custos da empresa partiu a identificação e divisão dos custos conforme o percentual divulgado pela empresa despendido com cada tipo de

insumo. A pizza abaixo ilustra a situação da divisão dos custos e despesas da empresa por tipo.

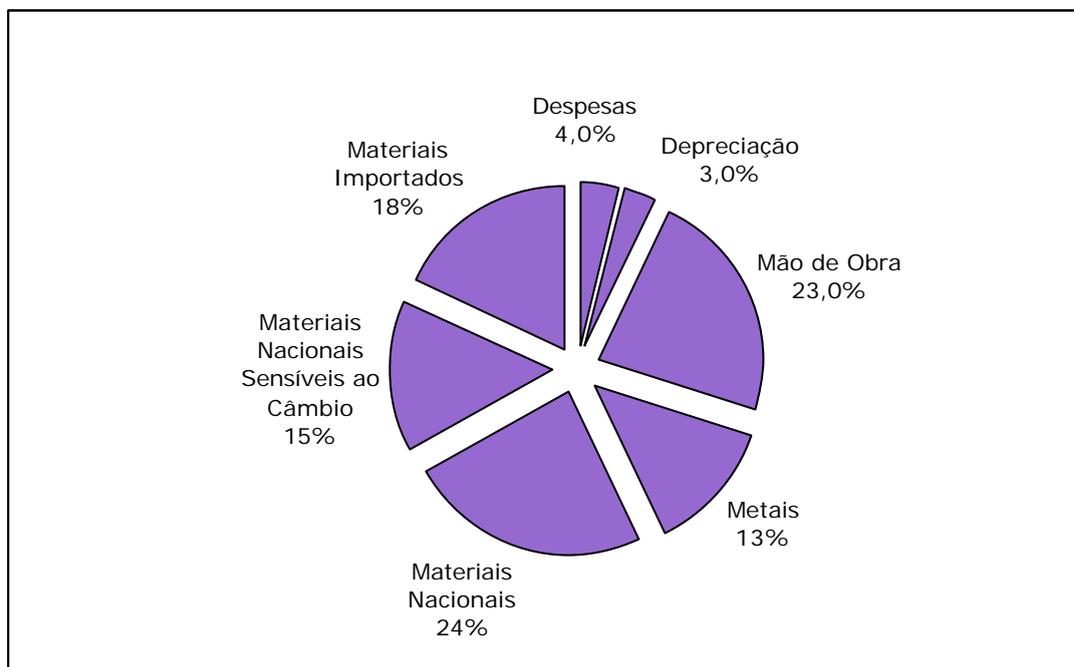


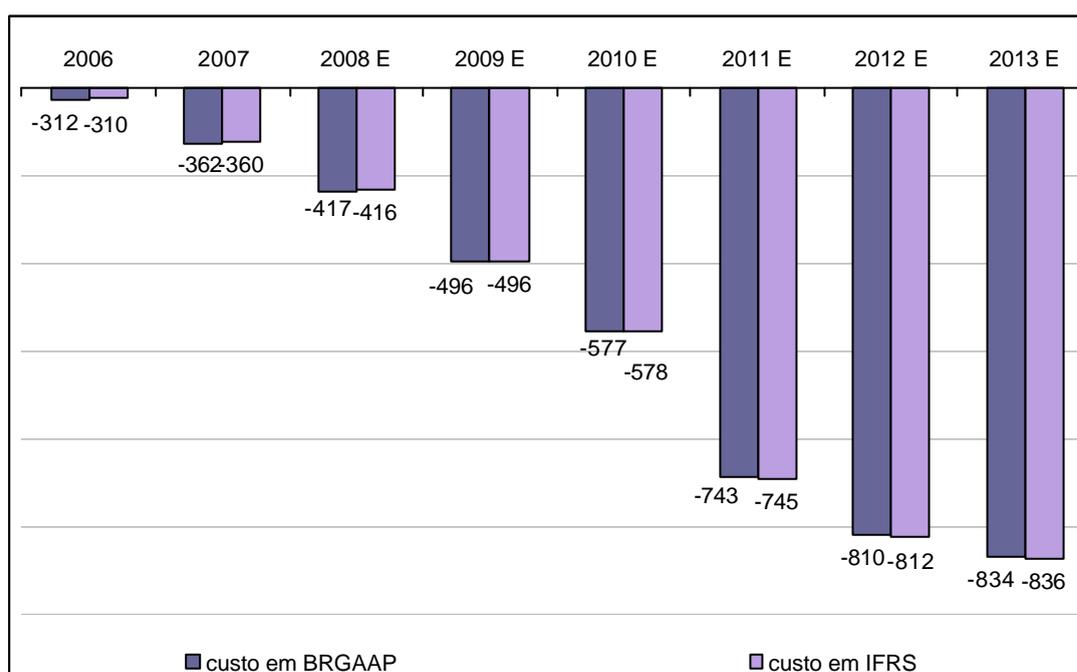
Ilustração 5 - Estrutura de Custos Romi  
Fonte: Romi

A projeção de custos de mão de obra foi feita pelo ajuste dos salários conforme a variação projetada para o IPCA até 2013 e pela ampliação do número de funcionários conforme a ampliação projetada de produção, em uma proporção de 50% do crescimento esperado. O número de funcionários, desta maneira, amplia-se ao longo dos anos projetados, partindo de 2.759, conforme divulgado pela empresa em 2007 para 4.765 em 2013.

Os custos com materiais nacionais foram projetados conforme o crescimento da produção de máquinas ferramenta e injetoras de plástico e tiveram seus preços reajustados pela variação projetada para o IGPM. Os custos com materiais importados e com aqueles sensíveis ao câmbio foram estimados conforme a variação da produção de máquinas, assim como os materiais nacionais, e tiveram seus preços em dólar reajustados pelo índice de preços norte americano - CPA, sendo posteriormente convertidos para a moeda nacional pela taxa de câmbio projetada, refletindo, desta forma, os possíveis impactos sofridos com a variação da taxa de câmbio.

Os custos com metais foram projetados conforme a produção de fundidos projetada e reajustados pelo IGP-M, assim como as despesas fixas. A depreciação foi mantida como percentual constante sobre o ativo imobilizado da empresa, tendo como base o percentual que representou no último ano de demonstrações financeiras divulgadas pela companhia (2007). O percentual que a depreciação de 2007 representou sobre o ativo imobilizado de 2006 apresentou diferença entre os dois métodos contábeis, sendo 9,1% em BRGAAP e 10,1% em IFRS, levando a uma diferença nas projeções desta linha nos dois padrões contábeis.

A diferença na depreciação registrada em BRGAAP e IFRS teve como causa a isenção utilizada pela Romi para apresentação do valor justo de imobilizado como custo de aquisição, revertendo as reavaliações feitas nesta rubrica em BRGAAP, bem como seus efeitos de imposto de renda e patrimônio líquido.



**Ilustração 6 - Custos históricos e projetados Romi**

Fonte: Romi

Para a projeção das despesas operacionais foi mantido o percentual apresentado de sua receita líquida em 2007 e reduzido este percentual em 0,7p.p ao ano ao longo da projeção, como resultado da diluição das despesas em virtude do aumento de capacidade com os investimentos e conseqüente elevação na receita.

A projeção das partes beneficiárias e estatutárias e do imposto de renda foi feita através da manutenção do percentual apresentado no ano de 2007 em relação ao EBIT.

Para efetuar a projeção das contas de ativo e passivo circulante, as quais irão afetar diretamente a necessidade de capital de giro da empresa foi calculado o seu prazo médio de pagamento, o qual foi mantido ao longo da projeção, fazendo com que estas contas variassem juntamente com a elevação das receitas e custos. Como houve pequenas alterações nos prazos de contas de ativo circulante e passivo circulante entre os dois métodos contábeis, estas levaram a diferenças no resultado das projeções de variação da capital de giro entre os dois padrões contábeis, como será explicado em detalhe nos próximos capítulos.

O ativo imobilizado da companhia foi acrescido pelos investimentos anunciados por sua administração para os próximos anos, os quais contribuirão para o acréscimo de receita na projeção. Os principais projetos de investimentos da companhia para os próximos anos são o projeto Vulcano e o projeto Paradiso.

O projeto Vulcano aumentará a capacidade de fundidos e usinados da companhia em 40.000 toneladas até 2011 e o projeto Paradiso integrará as unidades industriais em um único local, ampliando a capacidade de produção, de atuais 2.900 máquinas/ano para 4.800. A transferência das unidades fabris e a ampliação de capacidade possibilitarão à empresa uma redução de custos de logística, energia e manutenção.

A companhia também anunciou que visa realizar aquisições de empresas futuramente, como um meio de expansão das atividades. A aquisição de empresas se trata uma intenção incerta, por depender de oportunidades favoráveis, além de ser difícil a projeção do quanto estas aquisições contribuirão para o incremento de receitas e custos da companhia, desta forma, não foi considerado para fins de projeção de resultados no presente trabalho o valor de investimentos e nem receitas advindas de aquisição de outras empresas.

O quadro abaixo ilustra a intenção de investimentos da companhia para os próximos anos, onde, além dos valores despendidos com projetos de expansão, considera-se o valor investido na manutenção das atividades correntes. Para os

anos de 2012 e 2013, como a companhia não divulgou o orçamento de investimentos, foi considerado somente o valor de manutenção, de R\$25 milhões de reais.

**Tabela 16 - Projeções de investimento da Romi**

	2008	2009	2010	2011
Projeto Vulcano	60	55	65	50
Projeto Paradiso	50	40	35	35
Manutenção	15	20	20	25
<b>Total</b>	<b>125</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>110</b>

Fonte: Romi

### 7.3.4 Diferenças no Fluxo de Caixa Projetado

Como consequência das diferenças na contabilização entre os dois métodos verificam-se diferenças na projeção de fluxo de caixa para a companhia, que levarão posteriormente a discrepâncias na avaliação da empresa, como pode ser observado nas tabelas abaixo.

**Tabela 17 – Fluxo de Caixa utilizando dados em BRGAAP**

	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
(=) NOPLAT	75.992	98.632	122.273	134.313	151.211	237.797	301.500	329.282
(+) Depreciação	11.488	14.263	14.407	24.531	33.727	42.455	49.428	47.832
(-) Investimentos	-	(15.838)	(125.000)	(115.000)	(120.000)	(110.000)	(25.000)	(25.000)
(-/+) Variação na Necessidade de Capital de Giro	-	(143.392)	(69.877)	(76.135)	(79.955)	(205.897)	(100.664)	(35.591)
(-) Partes Beneficiárias e Estatutárias	(3.100)	(4.400)	(5.455)	(5.992)	(6.746)	(10.608)	(13.450)	(14.689)
<b>Free Cash Flow</b>		<b>(50.735)</b>	<b>(63.652)</b>	<b>(38.283)</b>	<b>(21.762)</b>	<b>(46.254)</b>	<b>211.813</b>	<b>301.834</b>
<b>Crescimento do Free Cash Flow</b>			-	-39,9%	-43,2%	112,5%	-557,9%	42,5%

Fonte: Elaboração Própria

**Tabela 18 - Fluxo de Caixa utilizando dados em IFRS**

	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
(=) NOPLAT	74.916	96.852	119.261	129.824	145.338	228.849	290.760	318.382
(+) Depreciação	9.124	11.855	13.105	24.541	34.840	44.488	52.084	50.115
(-) Investimentos	-	(24.227)	(125.000)	(115.000)	(120.000)	(110.000)	(25.000)	(25.000)
(-/+) Variação na Necessidade de Capital de Giro	-	(109.577)	(70.148)	(76.591)	(80.349)	(206.390)	(100.857)	(35.488)
(-) Partes Beneficiárias e Estatutárias	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>		<b>(25.097)</b>	<b>(62.782)</b>	<b>(37.226)</b>	<b>(20.172)</b>	<b>(43.053)</b>	<b>216.988</b>	<b>308.008</b>
<b>Crescimento do Free Cash Flow</b>			-	-40,7%	-45,8%	113,4%	-604,0%	41,9%

Fonte: Elaboração Própria

O NOPLAT calculado foi maior na contabilização em BRGAAP devido principalmente às menores despesas operacionais neste modelo, uma vez que o modelo societário brasileiro de contabilização não considera como despesas operacionais a participação e honorários da administração, registrando estas despesas após o lucro líquido. Esta diferença não afetará o fluxo de caixa, apesar de afetar o NOPLAT, pois as partes beneficiárias e estatutárias são deduzidas posteriormente no fluxo de caixa.

A depreciação é superior no modelo contábil BRGAAP devido à reavaliação ocorrida no ativo imobilizado neste formato contábil, levando a um aumento do mesmo e conseqüentemente na sua depreciação.

Uma vez que a Romi utilizou-se da exceção permitida quando da adoção do “IFRS 1”, para apresentar o valor do ativo imobilizado como custo de aquisição, teve de reverter o valor das reavaliações que haviam sido efetuadas, contabilizando um ativo imobilizado menor e uma redução na depreciação.

A necessidade de capital de giro nos dois métodos apresentou diferenças decorrentes da variação no prazo de pagamento de algumas contas, ainda que os resultados tenham sido pouco diferentes. O prazo de recebimento de clientes e de giro de estoques foi um dia menor em BRGAAP, e o prazo de outras contas do ativo circulante um dia maior. Já pelo lado do passivo, o prazo de pagamento de fornecedores foi um dia menor em BRGAAP e o de impostos e contribuições um dia maior, levando a pequenas diferenças na necessidade de capital de giro ao final da projeção.

### 7.3.5 Resultado da Avaliação por Fluxo de Caixa

Para obter a avaliação por fluxo de caixa descontado foram trazidos a valor presente os fluxos de caixa projetados até 2013 para a empresa Romi pela respectiva taxa de desconto calculada (WACC). Para os anos posteriores a projeção, foi utilizada uma perpetuidade de 1,6% em BRGAAP e de 1,7% em IFRS, dado que neste segundo modelo registrou-se um retorno sobre o capital investido superior em 2007, principalmente pelo maior retorno sobre os investimentos, uma vez que o Patrimônio Líquido em IFRS foi menor, dado que foram zeradas, em IFRS, as reservas de reavaliação do imobilizado contidas em BRGAAP.

As tabelas abaixo contêm os resultados dos descontos de fluxo de caixa nos dois padrões contábeis, o cálculo da perpetuidade e a comparação final entre os preços justo calculado para a empresa segundo os dois padrões.

**Tabela 19 - Resultado da Avaliação utilizando dados em BRGAAP**

DESCONTO DO FLUXO DE CAIXA - BR GAAP		CÁLCULO CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE	
Taxa de Desconto WACC	10,46%	EBIT T-1 (2012)	377.076
Último free cash flow projetado	301.834	Investimentos líquidos	-
Número de anos projetados	6	Varição NCG	35.591
Fluxo Descontado	158.730	Taxa de reinvestimento	9,4%
Crescimento na Perpetuidade	1,6%	Retorno sobre o capital '07	16,9%
Perpetuidade Descontada	1.873.331	Perpetuidade	1,6%
Valor da Empresa	2.032.061		
Endividamento Financeiro Líquido	319.876		
Valor Econômico Líquido das Dívidas	1.712.185		
Número total de ações	78.558		
Preço Justo	21,80		

Fonte: Elaboração Própria

**Tabela 20 - Resultado da Avaliação utilizando dados em IFRS**

DESCONTO DO FLUXO DE CAIXA - IFRS		CÁLCULO CRESCIMENTO NA PERPETUIDADE	
Taxa de Desconto WACC	10,96%	EBIT T-1 (2012)	367.443
Último free cash flow projetado	308.008	Investimentos líquidos	-
Número de anos projetados	6	Varição NCG	35.488
Fluxo Descontado	164.088	Taxa de reinvestimento	9,7%
Crescimento na Perpetuidade	1,7%	Retorno sobre o capital '07	17,3%
Perpetuidade Descontada	1.777.547	Perpetuidade	1,7%
Valor da Empresa	1.941.635		
Endividamento Financeiro Líquido	322.219		
Valor Econômico Líquido das Dívidas	1.619.416		
Número total de ações	78.558		
Preço Justo	20,61		

Fonte: Elaboração Própria

**Tabela 21 - Comparativo entre os resultados em BRGAAP e IFRS**  
**COMPARAÇÃO DE RESULTADOS DA AVALIAÇÃO**

	<b>BR GAAP</b>	<b>IFRS</b>
Preço Justo	21,80	20,61
Cotação	<b>20,77</b>	<b>20,77</b>
Potencial	4,9%	-0,8%

Fonte: Elaboração Própria

Desta forma, a soma do valor presente dos fluxos de caixa projetados até 2013 e do valor na perpetuidade, deduzido das dívidas líquidas da companhia foi de R\$1.712,2 milhões no modelo BRGAAP e R\$1.619,4 milhões em IFRS, sendo estes os respectivos valores de mercado considerados justos para a empresa, segundo o cálculo nos dois métodos. Quando dividido o valor de mercado justo resultante pela quantidade de ações da empresa, encontra-se o preço de R\$21,8 em BRGAAP e de R\$20,61 em IFRS, o que conferiria a empresa um potencial de valorização de 4,9% em BRGAAP e uma sobrevalorização desta ação quando calculado seu preço justo utilizando-se o padrão internacional de contabilidade (IFRS).

Apesar da diferença apresentada nos resultados nos dois padrões contábeis não ter sido de grande magnitude, já poderia levar a decisões distintas em relação a manutenção ou não do ativo em questão em um carteira de ações, por exemplo.

## 8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o presente trabalho foi possível concluir que a diferença de padrão contábil pode trazer diferenças no resultado de avaliação de uma empresa, dependendo da análise que for utilizada, respondendo, desta forma, ao questionamento inicial realizado e que constituiu o objetivo deste trabalho, que era de analisar os impactos da mudança nos padrões contábeis na avaliação de uma empresa.

Retomando a colocação feita por Póvoa (2007), de que o balanço patrimonial e a demonstração de resultados são as matérias-primas principais para construir uma precificação de ativos, faz-se essencial que profissionais que se utilizam de demonstrativos financeiros e da análise dos mesmos para tomar decisões, atentem-se para mudanças de legislação e de formas de contabilização e seus impactos nas avaliações.

Ainda que a diferença encontrada na avaliação da empresa Romi, principalmente através da avaliação por fluxo de caixa descontado, não tenha sido de grande magnitude, é importante observar que, dada à especificidade das transações realizadas por distintas empresas, o resultado e as diferenças encontradas podem ser maiores em outros casos.

É importante observar também, que devido às diferentes situações registradas nas demonstrações contábeis de uma companhia, contas que geraram impacto nesta análise podem não impactar de forma significativa análises efetuadas para outras empresas ou em outros períodos, assim como não foram necessariamente as mesmas contas as causadores de diferenças, na análise dos diferentes anos deste trabalho.

Pode-se ainda concluir que a convergência para um único padrão contábil internacional, ainda que cause distorções nos primeiros anos de aplicação e introdução em uma realidade, tende a facilitar a análise efetuada por diferentes agentes em diferentes mercados, reduzindo distorções entre mercados e possibilitando um maior acesso, compreensão e comparabilidade pelos usuários.

## REFERÊNCIAS

BORGES, L. F. X. “Covenants: Instrumentos de Garantia em *Project Finance*”. RJ:Revista do BNDES, jun./1999. Vol. 6, nº 11, pág. 117-136.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 05/10/2008.

COELHO, Fabiano. EBITDA: A busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro. Revista Pensar Contábil. Nov./Dez 2004. Ano VI nº 26. Disponível em: Mac Cord Consultoria Contábil - <http://www.fabianocoelho.com.br>. Acesso em 02/06/08

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas Valuation. Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. São Paulo: Person Makron Books, 2002

DAMODARAN, Avaliação de Investimentos. Ferramentas Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

DELLOITTE. IAS PLUS, Summaries of International Financial Reporting Standards. 2005. Disponível em: <http://www.iasplus.com/standard/ifrs01.htm>. Acesso em 04/05/08

DELLOITTE. IFRS in your pocket 2008. Global Office, 2008. Disponível em: <http://www.iasplus.com/dttpubs/pocket2008.pdf>. Acesso em 07/06/08

GANNON, D.J. “International Financial Reporting Standards – A Paradigm Shift in Financial Reporting”. US: Wall Street Lawyer, jul/2007. Vol.11, nº 7.

GITMAN, L.J. Princípios de Administração Financeira”. São Paulo. Editora Harbra, 2002.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Disponível em: <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em 05/10/2008.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. IASB and the IASC foundation. Who we are and what we do. London, 2008. Disponível em: [www.iasb.org/NR/rdonlyres/0A5A767C-E7DE-49E5-8B12-499F62F8870C/0/WhoWeAre\\_Final12508.pdf](http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/0A5A767C-E7DE-49E5-8B12-499F62F8870C/0/WhoWeAre_Final12508.pdf). Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 10**: Events After the Balance Sheet Date. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 19:** Employee Benefits. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 21:** The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 32:** Financial Instruments: Presentation. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 37:** Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 38:** Intangible Assets. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IAS 39:** Financial Instruments: Recognition and Measurement. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. **IFRS 1:** First-time Adoption of International Financial Reporting Standards. London, 2008. Disponível em: <http://www.iasb.org/Home.htm>. Acesso em 01/06/08

NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2005

PÓVOA, Alexandre. Valuation. Como precificar Ações. São Paulo: Globo, 2007

QUIGLEY, James H. "Deloitte CEO applauds SEC decision on IFRS recognition". Berlin, Germany: Deloitte Touche Tohmatsu(English), Jul/2007. Entrevista concedida a Madonna Jarrett.

RK YIN - Planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001

ROMI. Site da empresa Romi. Disponível em: <http://www.romi.com.br/>. Acesso em 07/06/08

STANDARD & POORS. Critérios para rating de títulos de dívidas para financiamento de projetos. Site da agência de rating S&P. Disponível em: [www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/3,2,2,0,1053135610836.html](http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/3,2,2,0,1053135610836.html). Acesso em 07/06/08

## ANEXO A – BALANÇOS PATRIMONIAIS DA EMPRESA ROMI

ATIVO								
	2007				2006			
	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)
<b>CIRCULANTE</b>								
Caixa e equivalentes de caixa	16.174	189.010	172.836	1069%	7.461	71.069	63.608	853%
Aplicações financeiras - títulos mantidos para negociação	284.348	111.512	(172.836)	-61%	79.461	15.853	(63.608)	-80%
Duplicatas a receber	62.888	64.244	1.356	2%	46.265	49.162	2.897	6%
Valores a receber - repasse Finame fabricante	223.221	223.221	-	0%	170.908	170.908	-	0%
Estoques	183.044	183.044	-	0%	169.790	169.790	-	0%
Impostos e contribuições a recuperar	11.537	11.537	-	0%	7.032	7.032	-	0%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	2.149	-	(2.149)	-100%	1.033	-	(1.033)	-100%
Outros créditos	3.479	3.479	-	0%	2.047	2.047	-	0%
<b>Total do circulante</b>	<b>786.840</b>	<b>786.047</b>	<b>(793)</b>	<b>0%</b>	<b>483.997</b>	<b>485.861</b>	<b>1.864</b>	<b>0%</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>								
Realizável a longo prazo								
Duplicatas a receber	1.149	2.136	987	86%	-	-	-	-
Valores a receber - Repasse Finame fabricante	409.896	409.896	-	0%	259.578	259.578	-	0%
Impostos e contribuições a recuperar	5.391	5.391	-	0%	7.105	7.105	-	0%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	5.867	8.016	2.149	37%	5.069	6.102	1.033	20%
Depósitos judiciais	-	7.087	7.087	-	-	1.049	1.049	-
Outros créditos	2.928	2.928	-	0%	3.223	3.232	9	0%
Outros investimentos	8.389	-	(8.389)	-100%	9	-	(9)	-100%
Imobilizado, líquido	157.590	129.666	(27.924)	-18%	156.015	117.294	(38.721)	-25%
<b>Total do ativo não circulante</b>	<b>591.210</b>	<b>565.120</b>	<b>(26.090)</b>	<b>-4%</b>	<b>430.999</b>	<b>394.360</b>	<b>(36.639)</b>	<b>-9%</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.378.050</b>	<b>1.351.167</b>	<b>(26.883)</b>	<b>-2%</b>	<b>914.996</b>	<b>880.221</b>	<b>(34.775)</b>	<b>-4%</b>
<b>PASSIVO</b>								
	2007				2006			
	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)
<b>CIRCULANTE</b>								
Financiamentos	29.498	30.854	1.356	5%	5.788	8.685	2.897	50%
Financiamentos - Finame fabricante	192.884	192.884	-	0%	149.240	149.240	-	0%
Fornecedores	25.193	25.193	-	0%	18.151	18.151	-	0%
Salários e encargos sociais	35.934	35.934	-	0%	25.880	25.880	-	0%
Impostos e contribuições a recolher	8.816	8.013	(803)	-9%	8.884	8.081	(803)	-9%
Adiantamentos de clientes	9.702	9.702	-	0%	4.628	4.628	-	0%
Dividendos, juros sobre o capital próprio e participações a pagar	6.775	6.775	-	0%	85.329	54.171	(31.158)	-37%
Outras contas a pagar	4.640	4.640	-	0%	2.337	2.337	-	0%
<b>Total do circulante</b>	<b>313.442</b>	<b>313.995</b>	<b>553</b>	<b>0%</b>	<b>300.237</b>	<b>271.173</b>	<b>(29.064)</b>	<b>-10%</b>
<b>NÃO CIRCULANTE</b>								
Financiamentos	49.306	50.293	987	2%	23.825	23.825	-	0%
Financiamentos - Finame fabricante	348.710	348.710	-	0%	232.154	232.154	-	0%
Imposto de renda e contribuição social diferidos sobre reserva de reavaliação	6.570	-	(6.570)	-100%	7.389	-	(7.389)	-100%
Provisão para passivos eventuais	1.659	8.746	7.087	427%	4.429	5.478	1.049	24%
Impostos e contribuições a recolher	1.896	1.896	-	0%	-	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	1.404	1.404	-	-	1.404	1.404	-
Deságio em controladas	4.199	-	(4.199)	-100%	4.199	-	(4.199)	-100%
<b>Total do passivo não circulante</b>	<b>412.340</b>	<b>411.049</b>	<b>(1.291)</b>	<b>0%</b>	<b>271.996</b>	<b>262.861</b>	<b>(9.135)</b>	<b>-3%</b>
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>								
Capital social	502.936	505.764	2.828	1%	260.000	275.791	15.791	6%
Reserva de capital	2.052	2.209	157	8%	2.052	2.209	157	8%
Reserva de reavaliação	28.816	-	(28.816)	-100%	30.405	-	(30.405)	-100%
Ajustes cumulativos de conversão para moeda estrangeira	-	(968)	(968)	-	-	(267)	(267)	-
Reserva de lucros	116.585	117.247	662	1%	48.844	67.000	18.156	37%
Patrimônio líquido do controlador	650.389	624.252	(26.137)	-4%	341.301	344.733	3.432	1%
<b>PARTICIPAÇÃO MINORITÁRIA</b>	<b>1.879</b>	<b>1.871</b>	<b>(8)</b>	<b>0%</b>	<b>1.462</b>	<b>1.454</b>	<b>(8)</b>	<b>-1%</b>
<b>TOTAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>652.268</b>	<b>626.123</b>	<b>(26.145)</b>	<b>-4%</b>	<b>342.763</b>	<b>346.187</b>	<b>3.424</b>	<b>1%</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>1.378.050</b>	<b>1.351.167</b>	<b>(26.883)</b>	<b>-2%</b>	<b>914.996</b>	<b>880.221</b>	<b>(34.775)</b>	<b>-4%</b>

## ANEXO B – DEMONSTRATIVOS DE RESULTADO DA EMPRESA ROMI

DRE								
	2007				2006			
	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)
Mercado interno	679.099	679.099	-	0%	599.100	599.100	-	0%
Mercado externo	82.057	82.057	-	0%	65.434	65.434	-	0%
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	761.156	761.156	-	0%	664.534	664.534	-	0%
IMPOSTOS SOBRE VENDAS	(129.168)	(129.168)	-	0%	(115.586)	(115.586)	-	0%
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>631.988</b>	<b>631.988</b>	-	0%	<b>548.948</b>	<b>548.948</b>	-	0%
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(361.947)	(359.875)	2.072	-1%	(312.401)	(310.410)	1.991	-1%
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>270.041</b>	<b>272.113</b>	<b>2.072</b>	1%	<b>236.547</b>	<b>238.538</b>	1.991	1%
RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS	(146.685)	(149.718)	-	-	(136.631)	(138.877)	-	-
Vendas	(59.786)	(59.786)	-	0%	(58.076)	(58.076)	-	0%
Gerais e administrativas	(45.792)	(45.456)	336	-1%	(45.058)	(44.685)	373	-1%
Pesquisa e desenvolvimento	(26.340)	(26.340)	-	0%	(21.105)	(21.105)	-	0%
Participação e honorários da administração	(8.025)	(12.425)	(4.400)	55%	(7.395)	(10.495)	(3.100)	42%
Tributárias	(6.742)	(6.742)	-	-	(4.997)	(4.997)	-	-
Outras receitas	-	1.031	1.031	-	-	481	481	-
<b>LUCRO OPERACIONAL ANTES DAS DESPESAS COM A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES</b>	<b>123.356</b>	<b>122.395</b>	<b>(961)</b>	-1%	<b>99.916</b>	<b>99.661</b>	<b>(255)</b>	0%
Despesa com a oferta pública de ações	(12.963)	-	12.963	-100%	-	-	-	-
<b>LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO</b>	<b>110.393</b>	<b>122.395</b>	<b>12.002</b>	11%	<b>99.916</b>	<b>99.661</b>	<b>(255)</b>	0%
Receita Financeira	30.508	30.508	-	0%	13.282	13.282	-	0%
Despesa Financeira	(5.048)	(5.048)	-	0%	(2.572)	(2.572)	-	0%
Receita de variação cambial	(3.796)	(3.796)	-	0%	891	891	-	0%
Despesa de variação cambial	6.258	6.258	-	0%	(1.460)	(1.460)	-	0%
<b>RESULTADO FINANCEIRO</b>	<b>27.922</b>	<b>27.922</b>	-	0%	<b>10.141</b>	<b>10.141</b>	-	0%
<b>LUCRO OPERACIONAL</b>	<b>138.315</b>	<b>150.317</b>	<b>12.002</b>	9%	<b>110.057</b>	<b>109.802</b>	<b>(255)</b>	0%
RECEITAS (DESPESAS) NÃO OPERACIONAIS, LÍQUIDAS	330	-	(330)	-	163	(163)	(326)	-
LUCRO (PREJUÍZO) ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	138.645	150.317	11.672	8%	110.220	109.802	(418)	0%
IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(24.724)	(25.543)	(819)	3%	(23.924)	(24.745)	(821)	3%
Corrente	(26.638)	(27.457)	(819)	3%	(24.552)	(25.373)	(821)	3%
Diferido	1.914	1.914	-	0%	628	628	-	0%
Participação dos administradores	(4.400)	-	4.400	-	(3.100)	-	3.100	-
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>109.521</b>	<b>124.774</b>	<b>15.253</b>	14%	<b>83.196</b>	<b>85.057</b>	<b>1.861</b>	2%
ATRIBUÍDO A:								
Participação dos controladores	108.966	124.219	15.253	14%	82.921	84.782	1.861	2%
Participação dos minoritários	555	555	-	0%	275	275	-	0%
	109.521	124.774	15.253	14%	83.196	85.057	1.861	2%

## ANEXO C – FLUXOS DE CAIXA DA EMPRESA ROMI

	Fluxo de caixa							
	2007				2006			
	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)	Societário	IFRS	Diferença (R\$)	Diferença (%)
<b>Fluxo de caixa de atividades operacionais:</b>								
Lucro líquido do exercício	109.521	124.774	15.253	14%	83.196	85.057	1.861	2%
<b>Ajustes para conciliar o lucro líquido ao caixa aplicado nas atividades operacionais:</b>								
Depreciação	14.263	11.855	(2.408)	-17%	11.488	9.124	(2.364)	-21%
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	480	480	-	0%	739	739	-	0%
Perda (ganho) na alienação de imobilizado	(103)	(103)	-	0%	1.098	1.047	(51)	-5%
Encargos financeiros sobre duplicatas a receber, fornecedores e financiamentos	(443)	2.850	3.293	-743%	630	2.791	2.161	343%
Variação cambial sobre duplicatas a receber, fornecedores e financiamentos	(2.337)	(3.038)	(701)	30%	(827)	(1.094)	(267)	32%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(1.914)	(1.914)	-	0%	(628)	(628)	-	0%
Imposto de renda e contribuição social sobre realização da reserva de reavaliação	(819)	-	819	-100%	(821)	-	821	-100%
Provisão para desvalorização do estoque	(1.428)	(1.428)	-	0%	2.263	2.263	-	0%
Provisão para passivos eventuais, líquida	(2.770)	(2.770)	-	0%	(65)	(65)	-	0%
<b>Variação nos ativos operacionais:</b>								
Aplicações financeiras resgatáveis após 90 dias	(9.467)	-	9.467	-100%	-	-	-	-
Aplicações financeiras de títulos para negociação	-	(95.659)	(95.659)	-	-	(5.463)	(5.463)	-
Duplicatas a receber	(16.595)	(14.252)	2.343	-14%	25.422	22.525	(2.897)	-11%
Valores a receber - repasse Finame fabricante	(202.631)	(202.631)	-	0%	(203.135)	(203.135)	-	0%
Estoques	(11.826)	(11.826)	-	0%	(7.394)	(7.394)	-	0%
Impostos e contribuições a recuperar, líquidos	(2.791)	(2.791)	-	0%	(4.031)	(4.031)	-	0%
Outros valores a realizar	(1.137)	(1.128)	9	-1%	1.209	1.200	(9)	-1%
<b>Variação nos passivos operacionais:</b>								
Fornecedores	7.275	7.275	-	0%	(2.871)	(2.871)	-	0%
Salários e encargos sociais	10.054	10.054	-	0%	4.541	4.541	-	0%
Impostos e contribuições a recolher	1.828	25.185	23.357	1278%	(1.771)	20.035	21.806	-
Adiantamentos de clientes	5.074	5.074	-	0%	(7.318)	(7.318)	-	0%
Outras contas a pagar	2.303	2.303	-	0%	(464)	(464)	-	0%
Caixa aplicado nas atividades operacionais	(103.463)	(147.690)	(44.227)	43%	(98.739)	(83.141)	15.598	-16%
Pagamento de juros de empréstimos e financiamentos	-	(3.293)	(3.293)	-	-	(2.161)	(2.161)	#DIV/0!
Pagamento de imposto de renda e contribuição social	-	(23.357)	(23.357)	-	-	(21.806)	(21.806)	#DIV/0!
<b>Caixa líquido aplicado nas atividades operacionais</b>	<b>(103.463)</b>	<b>(174.340)</b>	<b>(70.877)</b>	<b>69%</b>	<b>(98.739)</b>	<b>(107.108)</b>	<b>(8.369)</b>	<b>8%</b>
<b>Fluxo de caixa de atividades de investimentos:</b>								
Aquisição de imobilizado	(27.716)	(27.716)	-	0%	(51.554)	(51.554)	-	0%
Venda de imobilizado	3.592	3.592	-	0%	203	203	-	0%
Investimentos em controladas	-	-	-	-	-	-	-	-
Ágio na aquisição de ações da Rominor	9	-	(9)	-100%	(9)	-	9	-100%
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos	(24.115)	(24.124)	(9)	0%	(51.360)	(51.351)	9	0%
Fluxo de caixa de atividades financeiras:								
Juros sobre o capital próprio distribuídos e dividendos distribuídos	(121.506)	(121.506)	-	0%	(24.602)	(24.602)	-	0%
Novos empréstimos e financiamentos	58.984	56.641	(2.343)	-4%	17.496	20.393	2.897	17%
Aumento de caixa com a emissão de ações	242.936	229.973	(12.963)	-5%	-	-	-	-
Pagamentos de financiamentos	(8.903)	(8.903)	-	0%	(15.482)	(15.482)	-	0%
Novos financiamentos - Finame fabricante	327.342	327.342	-	0%	299.477	299.477	-	0%
Pagamentos de financiamentos - Finame fabricante	(167.142)	(167.142)	-	0%	(118.066)	(118.066)	-	0%
<b>Caixa líquido oriundo das atividades financeiras</b>	<b>331.711</b>	<b>316.405</b>	<b>(15.306)</b>	<b>-5%</b>	<b>158.823</b>	<b>161.720</b>	<b>2.897</b>	<b>2%</b>
Aumento de disponibilidades e aplicações financeiras	204.133	117.941	(86.192)	-42%	8.724	3.261	(5.463)	-63%
Disponibilidades e aplicações financeiras com disponibilidade imediata - no início do período	86.922	71.069	(15.853)	-18%	78.198	67.808	(10.390)	-13%
<b>Disponibilidades e aplicações financeiras com disponibilidade imediata - no fim do período</b>	<b>291.055</b>	<b>189.010</b>	<b>(102.045)</b>	<b>-35%</b>	<b>86.922</b>	<b>71.069</b>	<b>(15.853)</b>	<b>-18%</b>

## ANEXO D – PROJEÇÕES EMPRESA ROMI - BRGAAP

## PROJEÇÃO DE RESULTADOS - BR GAAP

	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
<b>Receita Líquida - R\$ Mil</b>	<b>548.948</b>	<b>631.988</b>	<b>735.260</b>	<b>849.633</b>	<b>971.214</b>	<b>1.306.731</b>	<b>1.478.108</b>	<b>1.538.345</b>
Receita com Maquinas Ferramenta	366.265	416.790	449.480	488.795	530.159	779.436	922.368	958.985
capacidade de prod. Maquinas	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900	4.800	4.800	4.800
capacidade utilizada	66,9%	83,5%	87,3%	90,9%	94,6%	80,9%	92,8%	92,8%
<b>Máquinas-Ferramenta (unidades) totais</b>	<b>1.941</b>	<b>2.422</b>	<b>2.531</b>	<b>2.635</b>	<b>2.743</b>	<b>3.883</b>	<b>4.453</b>	<b>4.453</b>
Máquinas-Ferramenta (unidades) MI	1.553	2.107	2.202	2.292	2.386	3.378	3.874	3.874
Preço médio (R\$)		172	180	188	195	203	211	220
Máquinas-Ferramenta (unidades) ME		315	329	343	357	505	579	579
Preço médio (US\$)		89	91	93	94	96	98	99
Receita com Maquinas Injetoras de Plasticc	89.946	104.204	113.870	123.517	133.724	144.734	156.920	163.589
Injetoras de Plástico (unidades)	309	381	398	414	431	449	467	467
Preço médio (R\$)	291	274	286	298	310	322	336	350
Receita com Fundidos	92.737	110.994	171.911	237.320	307.330	382.561	398.820	415.770
Fundidos e Usinados (toneladas)	16.126	20.784	30.784	40.784	50.784	60.784	60.784	60.784
Preço médio (R\$)	5,8	5,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,6	6,8
<b>Crescimento da Receita Líquida</b>		<b>15,1%</b>	<b>16,3%</b>	<b>15,6%</b>	<b>14,3%</b>	<b>34,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Custo dos Produtos Vendidos</b>	<b>(312.401)</b>	<b>(361.947)</b>	<b>(416.830)</b>	<b>(496.345)</b>	<b>(577.074)</b>	<b>(742.621)</b>	<b>(809.695)</b>	<b>(834.081)</b>
Mão de Obra	(23,0%)	(83.248)	(105.465)	(126.147)	(146.345)	(167.934)	(174.850)	(181.232)
Número de Funcionários		2.759	3.351	3.854	4.299	4.744	4.765	4.765
Salário médio mês/funcionário c/ encargos		(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)
Depreciação	(3,9%)	(14.263)	(14.407)	(24.531)	(33.727)	(42.455)	(49.428)	(47.832)
Metais	(13,0%)	(47.053)	(72.877)	(100.606)	(130.285)	(162.177)	(169.070)	(176.255)
Preço médio com metais (R\$)		(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)
Materiais Nacionais R\$	(24,0%)	(86.867)	(94.925)	(102.967)	(111.476)	(158.214)	(187.325)	(195.286)
Materiais Import./Sensíveis a Câmbio R\$	(32,1%)	(116.038)	(114.016)	(126.320)	(138.835)	(194.778)	(211.235)	(214.932)
Materiais Import./Sensíveis a Câmbio US\$		(60.123)	(64.054)	(67.914)	(71.935)	(99.886)	(115.429)	(117.449)
Despesas (fixas)	(4,0%)	(14.478)	(15.140)	(15.775)	(16.406)	(17.063)	(17.788)	(18.544)
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>236.547</b>	<b>270.041</b>	<b>318.430</b>	<b>353.287</b>	<b>394.139</b>	<b>564.110</b>	<b>668.413</b>	<b>704.264</b>
<b>Margem Bruta</b>	<b>43,1%</b>	<b>42,7%</b>	<b>43,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>40,6%</b>	<b>43,2%</b>	<b>45,2%</b>	<b>45,8%</b>
(-) Despesas Operacionais	(136.631)	(146.685)	(165.508)	(185.306)	(205.024)	(266.705)	(291.336)	(292.441)
% Receita Líquida	-24,9%	-23,2%	-22,5%	-21,8%	-21,1%	-20,4%	-19,7%	-19,0%
<b>(=) EBIT</b>	<b>99.916</b>	<b>123.356</b>	<b>152.923</b>	<b>167.982</b>	<b>189.115</b>	<b>297.405</b>	<b>377.076</b>	<b>411.823</b>
<b>Margem EBIT</b>	<b>18,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>20,8%</b>	<b>19,8%</b>	<b>19,5%</b>	<b>22,8%</b>	<b>25,5%</b>	<b>26,8%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>111.404</b>	<b>137.619</b>	<b>167.330</b>	<b>192.512</b>	<b>222.842</b>	<b>339.860</b>	<b>426.504</b>	<b>459.655</b>
(-) Imposto de Renda e contribuição social	(23.924)	(24.724)	(30.650)	(33.668)	(37.904)	(59.608)	(75.577)	(82.541)
<b>Alíquota de Imposto</b>	<b>-23,9%</b>	<b>-20,0%</b>						
<b>(=) NOPLAT</b>	<b>75.992</b>	<b>98.632</b>	<b>122.273</b>	<b>134.313</b>	<b>151.211</b>	<b>237.797</b>	<b>301.500</b>	<b>329.282</b>
(-) Partes Beneficiárias e Estatutárias	(3.100)	(4.400)	(5.455)	(5.992)	(6.746)	(10.608)	(13.450)	(14.689)
% EBIT	-3,1%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
<b>Ativo Imobilizado Líquido</b>	<b>156.015</b>	<b>157.590</b>	<b>268.327</b>	<b>368.920</b>	<b>464.389</b>	<b>540.662</b>	<b>523.208</b>	<b>498.780</b>
(-) Investimentos		15.838	125.000	115.000	120.000	110.000	25.000	25.000
(+) Depreciação	11.488	14.263	14.407	24.531	33.727	42.455	49.428	47.832
% Depreciação s/ imobilizado ano anterior		9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Clientes	217.173	286.109	337.485	389.982	445.788	599.790	678.452	706.101
Dias Clientes	144	165	165	165	165	165	165	165
Estoques	169.790	183.044	213.727	254.498	295.892	380.775	415.167	427.670
Dias Estoques	198	185	185	185	185	185	185	185
Outras Contas Ativo Circulante	10.112	17.165	20.247	23.397	26.745	35.984	40.703	42.362
Dias Outras Contas Ativo Circulante	7	10	10	10	10	10	10	10
Fornecedores	18.151	25.193	29.416	35.028	40.725	52.407	57.141	58.862
Dias Fornecedores	21	25	25	25	25	25	25	25
Impostos e contribuições	8.884	8.816	10.294	12.257	14.251	18.339	19.996	20.598
Dias Impostos e contribuições	10	9	9	9	9	9	9	9
Outras Contas Passivo Circulante	118.174	57.051	66.614	79.322	92.223	118.680	129.399	133.296
Dias Outras Contas Passivo Circulante	138	58	58	58	58	58	58	58
Necessidade de Capital de Giro	251.866	395.258	465.135	541.270	621.225	827.122	927.787	963.378
(-/+ Variação na Necessidade de Capital de Giro		(143.392)	(69.877)	(76.135)	(79.955)	(205.897)	(100.664)	(35.591)

## ANEXO E – PROJEÇÕES EMPRESA ROMI - IFRS

### PROJEÇÃO DE RESULTADOS - IFRS

	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
<b>Receita Líquida - R\$ Mil</b>	<b>548.948</b>	<b>631.988</b>	<b>735.260</b>	<b>849.633</b>	<b>971.214</b>	<b>1.306.731</b>	<b>1.478.108</b>	<b>1.538.345</b>
Receita com Máquinas Ferramenta	366.265	416.790	449.480	488.795	530.159	779.436	922.368	958.985
capacidade de prod. Máquinas	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900	4.800	4.800	4.800
capacidade utilizada	66,9%	83,5%	87,3%	90,9%	94,6%	80,9%	92,8%	92,8%
Máquinas-Ferramenta (unidades) totais	1.941	2.422	2.531	2.635	2.743	3.883	4.453	4.453
Máquinas-Ferramenta (unidades) MI	1.553	2.107	2.202	2.292	2.386	3.378	3.874	3.874
Preço médio (R\$)		172	180	188	195	203	211	220
Máquinas-Ferramenta (unidades) ME		315	329	343	357	505	579	579
Preço médio (US\$)		89	91	93	94	96	98	99
Receita com Máquinas Injetoras de Plástico	89.946	104.204	113.870	123.517	133.724	144.734	156.920	163.589
Injetoras de Plástico (unidades)	309	381	398	414	431	449	467	467
Preço médio (R\$)	291	274	286	298	310	322	336	350
Receita com Fundidos	92.737	110.994	171.911	237.320	307.330	382.561	398.820	415.770
Fundidos e Usinados (toneladas)	16.126	20.784	30.784	40.784	50.784	60.784	60.784	60.784
Preço médio (R\$)	5,8	5,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,6	6,8
<b>Crescimento da Receita Líquida</b>		15,1%	16,3%	15,6%	14,3%	34,5%	13,1%	4,1%
<b>Custo dos Produtos Vendidos</b>	<b>(310.410)</b>	<b>(359.875)</b>	<b>(415.511)</b>	<b>(496.187)</b>	<b>(577.860)</b>	<b>(744.551)</b>	<b>(812.235)</b>	<b>(836.172)</b>
Mão de Obra	23,0%	(82.771)	(104.862)	(125.425)	(145.507)	(166.973)	(173.849)	(180.194)
Número de Funcionários		2.759	3.351	3.854	4.299	4.744	4.765	4.765
Salário médio mês/funcionário c/ encargos		(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)
Depreciação	3,3%	(11.855)	(13.105)	(24.541)	(34.840)	(44.488)	(52.084)	(50.115)
Metais	13,0%	(46.784)	(72.460)	(100.030)	(129.539)	(161.249)	(168.102)	(175.246)
Preço médio com metais (R\$)		(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)
Materiais Nacionais R\$	24,0%	(86.370)	(94.381)	(102.378)	(110.838)	(157.308)	(186.253)	(194.168)
Materiais Import./Sensíveis a Câmbio R\$	32,7%	(117.700)	(115.649)	(128.129)	(140.824)	(197.568)	(214.261)	(218.011)
Materiais Import./Sensíveis a Câmbio US\$		(60.984)	(64.971)	(68.887)	(72.966)	(101.317)	(117.083)	(119.132)
Despesas (fixas)	4,0%	(14.395)	(15.053)	(15.685)	(16.312)	(16.965)	(17.686)	(18.438)
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>238.538</b>	<b>272.113</b>	<b>319.750</b>	<b>353.445</b>	<b>393.354</b>	<b>562.180</b>	<b>665.873</b>	<b>702.173</b>
<b>Margem Bruta</b>	<b>43,5%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,5%</b>	<b>41,6%</b>	<b>40,5%</b>	<b>43,0%</b>	<b>45,0%</b>	<b>45,6%</b>
(-) Despesas Operacionais	(138.877)	(149.718)	(169.036)	(189.383)	(209.685)	(272.976)	(298.430)	(299.823)
% Receita Líquida	-25,3%	-23,7%	-23,0%	-22,3%	-21,6%	-20,9%	-20,2%	-19,5%
<b>(=) EBIT</b>	<b>99.661</b>	<b>122.395</b>	<b>150.713</b>	<b>164.062</b>	<b>183.669</b>	<b>289.204</b>	<b>367.443</b>	<b>402.349</b>
<b>Margem EBIT</b>	<b>18,2%</b>	<b>19,4%</b>	<b>20,5%</b>	<b>19,3%</b>	<b>18,9%</b>	<b>22,1%</b>	<b>24,9%</b>	<b>26,2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>108.785</b>	<b>134.250</b>	<b>163.819</b>	<b>188.603</b>	<b>218.508</b>	<b>333.692</b>	<b>419.528</b>	<b>452.464</b>
Imposto de Renda e contribuição social	(24.745)	(25.543)	(31.453)	(34.239)	(38.330)	(60.355)	(76.683)	(83.968)
<b>Alíquota de Imposto</b>	<b>-24,8%</b>	<b>-20,9%</b>						
<b>(=) NOPLAT</b>	<b>74.916</b>	<b>96.852</b>	<b>119.261</b>	<b>129.824</b>	<b>145.338</b>	<b>228.849</b>	<b>290.760</b>	<b>318.382</b>
(-) Partes Beneficiárias e Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	0
% EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Ativo Imobilizado</b>	<b>117.294</b>	<b>129.666</b>	<b>242.811</b>	<b>344.706</b>	<b>440.164</b>	<b>515.325</b>	<b>495.837</b>	<b>468.753</b>
(-) Investimentos	24.227	24.227	125.000	115.000	120.000	110.000	25.000	25.000
(+) Depreciação	9.124	11.855	13.105	24.541	34.840	44.488	52.084	50.115
% Depreciação s/ imobilizado ano anterior		10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Clientes	220.070	287.465	339.084	391.830	447.900	602.633	681.668	709.447
Dias Clientes	146	166	166	166	166	166	166	166
Estoques	169.790	183.044	214.277	255.882	298.000	383.962	418.867	431.211
Dias Estoques	200	186	186	186	186	186	186	186
Outras Contas Ativo Circulante	9.079	15.016	17.712	20.468	23.396	31.479	35.608	37.059
Dias Outras Contas Ativo Circulante	6	9	9	9	9	9	9	9
Fornecedores	18.151	25.193	29.492	35.218	41.015	52.846	57.650	59.349
Dias Fornecedores	21	26	26	26	26	26	26	26
Impostos e contribuições	8.081	8.013	9.380	11.202	13.045	16.808	18.336	18.877
Dias Impostos e contribuições	10	8	8	8	8	8	8	8
Outras Contas Passivo Circulante	87.016	57.051	66.786	79.753	92.881	119.673	130.552	134.399
Dias Outras Contas Passivo Circulante	102	58	58	58	58	58	58	58
Necessidade de Capital de Giro	285.691	395.268	465.416	542.007	622.357	828.746	929.603	965.091
(-/+) <b> Variação na Necessidade de Capital de Giro</b>		(109.577)	(70.148)	(76.591)	(80.349)	(206.390)	(100.857)	(35.488)

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

-----  
-----  
-----

Conceito Final:

Porto Alegre, de de

Professor Orientador: Dr. Oscar Galli

Disciplina: Estágio Final 01198

Área de Concentração: Finanças

Disciplina: Estágio Final em Finanças