

FABIANO D`AMICO

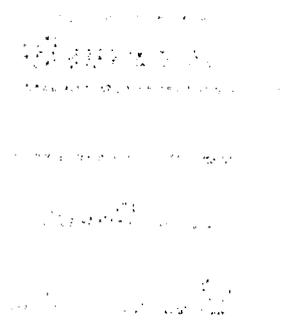
**ANÁLISE ECONÔMICO E FINANCEIRA DAS PRINCIPAIS EMPRESAS DO
SETOR DE PAPEL E CELULOSE DO BRASIL**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Contabilidade & Finanças.

Prof. Orient.: Msc. Moíses Prates Silveira.

CURITIBA

2011



*"Far away there in the sunshine
are my aspirations. I may not reach them,
but I can look up and see their beauty,
believe in them and try to follow where
they may lead."*

Louisa May Alcott

RESUMO

No período de 2000 a 2009, o Brasil passou por vários tipos de cenários econômicos, desde períodos de crises financeiras até períodos de crescimento sustentável, decorrentes do cenário internacional e do conjunto de políticas econômicas adotadas pelo governo federal. Assim, ao longo dos três governos desta década, a conjuntura econômica e política do país foi um fator determinante para explicar os resultados obtidos pelas empresas nacionais, principalmente daquelas com características exportadoras. Para mensurar esse impacto, o presente trabalho realizou uma relação entre o cenário econômico e os resultados das demonstrações contábeis das empresas do setor de papel e celulose, que é um setor exportador e, por isso, mais suscetível as variações do cenário externo, dentre as quais foram escolhidas: Celulose Irani S.A.; Klabin S.A. e; Suzano Papel e Celulose S.A.; para, com base na análise econômico-financeira tradicional, verificar como se comportaram os seus indicadores de liquidez, rentabilidade, estrutura e atividade em cada cenário econômico estabelecido.

Palavras-chave: Cenário Econômico; Análise Econômico-Financeira; Papel e Celulose.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO DO PIB.....	22
GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO DA TAXA SELIC E DO IPCA.....	24
GRÁFICO 3 – VARIAÇÃO DO RISCO BRASIL.....	26
GRÁFICO 4 – ROE DA CELULOSE IRANI S.A.....	38
GRÁFICO 5 – MARGEM LÍQUIDA DA CELULOSE IRANI S.A.....	39
GRÁFICO 6 – GIRO DO ATIVO DA CELULOSE IRANI S.A.....	40
GRÁFICO 7 – ENDIVIDAMENTO DA CELULOSE IRANI S.A.....	41
GRÁFICO 8 – ALAVANCAGEM DA CELULOSE IRANI S.A.....	41
GRÁFICO 9 – ROE DA KLABIN S.A.....	47
GRÁFICO 10 – MARGEM LÍQUIDA DA KLABIN S.A.....	48
GRÁFICO 11 – GIRO DO ATIVO DA KLABIN S.A.....	49
GRÁFICO 12 – ALAVANCAGEM DA KLABIN S.A.....	49
GRÁFICO 13 – ENDIVIDAMENTO DA KLABIN S.A.....	50
GRÁFICO 14 – ROE DA SUZANO S.A.....	56
GRÁFICO 15 – MARGEM LÍQUIDA DA SUZANO S.A.....	56
GRÁFICO 16 – GIRO DO ATIVO DA SUZANO S.A.....	57
GRÁFICO 17 – ALAVANCAGEM DA SUZANO S.A.....	57
GRÁFICO 18 – ENDIVIDAMENTO DA SUZANO S.A.....	58

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – BP AJUSTADO DA CELULOSE IRANI S.A.....	33
TABELA 2 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BP DA CELULOSE IRANI S.A.....	34
TABELA 3 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA CELULOSE IRANI S.A.....	35
TABELA 4 – DRE DA CELULOSE IRANI S.A.....	36
TABELA 5 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA CELULOSE IRANI S.A.....	36
TABELA 6 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA CELULOSE IRANI S.A.....	37
TABELA 7 – BP AJUSTADO DA KLABIN S.A.....	42
TABELA 8 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BO DA KLABIN S.A.....	43
TABELA 9 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA KLABIN S.A.....	44
TABELA 10 – DRE AJUSTADA DA KLABIN S.A.....	45
TABELA 11 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA KLABIN S.A.....	46
TABELA 12 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA KLABIN S.A.....	46
TABELA 13 – BP AJUSTADO DA SUZANO S.A.....	51
TABELA 14 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BP DA SUZANO S.A.....	52
TABELA 15 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA SUZANO S.A.....	52
TABELA 16 – DRE AJUSTADA DA SUZANO S.A.....	53
TABELA 17 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA SUZANO S.A.....	54
TABELA 18 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA SUZANO S.A.....	55

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANC – Ativo Não Circulante
AH – Análise Horizontal
AV – Análise Vertical
BP – Balanço Patrimonial
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
BRACELPA – Associação Brasileira de Celulose e Papel
COPOM – Comitê de Política Monetária
CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CPV – Custo dos Produtos Vendidos
CT/CP – Relação Capital de Terceiros / Capital Próprio
DRE – Demonstração do Resultado do Exercício
EI – Estoque Inicial
EF – Estoque Final
FMI – Fundo Monetário Internacional
GA – Giro do Ativo
GE – Giro do Estoque
IDE – Investimento Direto Estrangeiro
IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IRP – Imobilização de Recursos Permanentes
KLBN3 – Códigos das Ações Ordinárias da Klabin S.A.
KLBN4 – Código das Ações Preferenciais da Klabin S.A.
LA – Lucro por Ação
LC – Liquidez Corrente
LG – Liquidez Geral
LI – Liquidez Imediata
LL – Lucro Líquido
LS – Liquidez Seca
MAP – Materiais Aplicados na Produção
ML – Margem Líquida
MO – Margem Operacional
PAC – Programa de Aceleração do Crescimento
PIB – Produto Interno Bruto
P/L – Relação Preço/Lucro
PMC – Prazo Médio de Cobrança
PMCMV – Programa Minha Casa Minha Vida
PNC – Passivo Não Circulante
PME – Prazo Médio de Estocagem
PMEmp – Prazo Médio de Estocagem de Matéria Prima
PMEpa – Prazo Médio de Estocagem de Produtos Acabados
PMEpe – Prazo Médio de Estocagem de Produtos em Elaboração
PMPF – Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores
P/PL – Relação Capital de Terceiros x Ativo Total
ROA – Retorno sobre o Ativo
ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROI – Retorno sobre o Investimento

RANI3 – Ações Ordinárias da Celulose Irani S.A.
RANI 4 – Ações Preferenciais da Celulose Irani S.A.
SELIC – Taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TMA – Taxa Mínima de Atratividade
VPL – Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS.....	10
1.2 JUSTIFICATIVA.....	11
1.3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	12
1.3.1 Quanto a abordagem do problema	12
1.3.2 Quanto aos objetivos de pesquisa	12
1.3.3 Quanto aos procedimentos de pesquisa.....	13
1.4 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA, COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL.....	14
3 CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2000 A 2010....	22
4 AS PRINCIPAIS EMPRESAS DO SETOR.....	30
4.1 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA CELULOSE IRANI S.A.	32
4.2 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA KLABIN S.A.	42
4.3 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA SUZANO S.A.	51
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	60
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da última década, o Brasil passou por uma série de conjunturas econômicas que impactaram diretamente na atividade econômica das empresas nacionais, em alguns anos positivamente e, em outros, negativamente. A forte influência do cenário internacional sobre o setor interno da economia brasileira, é um fator que tem sido constantemente citado como um dos entraves para o crescimento das empresas nacionais, principalmente quando a discussão engloba a desvalorização do Real.

Nos três governos pelos quais passamos desde 2000, sendo um deles de direita e dois de esquerda, foram várias as políticas econômicas adotadas para lidar com a conjuntura econômica de cada momento, o que demandou das empresas nacionais uma grande flexibilidade nos seus processos internos para adaptar-se a esses cenários. Aliam-se a esses fatos, as melhorias institucionais realizadas na economia como, por exemplo, as adequações das demonstrações contábeis propostas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que impactaram diretamente na maneira como as empresas nacionais passaram a ser avaliadas pelos investidores, tanto internos como externos.

Todas essas alterações conjunturais e institucionais, somadas com as alterações sociais percebidas na sociedade brasileira, das quais a que mais se destacou foi a ascensão das classes sociais mais pobres, impactaram na vida e organização das empresas, tanto daquelas voltadas para o mercado interno, quanto daquelas voltadas para o mercado externo, que também eram influenciadas pelas políticas econômicas adotadas pelo governo federal.

Assim, as empresas nacionais têm enfrentado esses novos desafios de maneira diferente, com a adoção de estratégias divergentes por cada grupo econômico ou indústria, dentre as quais se destacam as empresas que compõem a indústria de papel e celulose. Este é um importante setor exportador nacional e, por isso, muito suscetível às variações da conjuntura econômica internacional, cujos efeitos sobre a nossa economia foram ampliados com a globalização financeira. Mas qual foi o impacto do cenário econômico sobre as empresas nacionais, principalmente aquelas do setor de papel e celulose?

Portanto, o objetivo deste trabalho é analisar o impacto do cenário econômico vivenciado pelas empresas brasileiras sobre o desempenho econômico e

financeiro destas. Para isso, foram selecionadas três empresas do setor de papel e celulose, a saber: Celulose Irani S.A., Klabin S.A. e Suzano Papel e Celulose S.A.; para análise das suas demonstrações contábeis da última década, com base nos indicadores tradicionais de análise econômica e financeira de empresas.

Ressalta-se que este trabalho não pretende ser uma análise conclusiva sobre o assunto, dada a grande variedade de empresas e indústrias existentes no país, mas busca acrescentar novos elementos nessa relação que se estabelece entre eventos econômicos e atividade produtiva do setor privado.

Um dos motivos para essa limitação é a ausência de dados contábeis agregados por grupos econômicos, muito embora algumas instituições estejam tentando capturar esse tipo de informação como, por exemplo, o Instituto Assaf. Outro fator que gerou desafios à análise proposta é o tempo, ou seja, ao longo da última década ocorreram várias alterações nos procedimentos para elaboração dos demonstrativos contábeis, o que impede uma análise detalhada da situação financeira e econômica das empresas para todo o período, como por exemplo, a análise proposta pelo modelo de Fleuriet.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: além dessa introdução, será realizada uma breve revisão da teoria por trás da avaliação econômico-financeira de empresas. Em seguida serão apresentados os principais aspectos do cenário econômico nacional e internacional ao longo desta última década e; por último, será realizada a análise econômico-financeira das três empresas selecionadas do setor de papel e celulose.

1.1 OBJETIVO GERAL E ESPECÍFICOS

O objetivo geral deste trabalho é analisar o impacto do cenário econômico, nacional e internacional, sobre os resultados das principais empresas brasileiras do setor de papel e celulose, com base na análise do comportamento dos resultados de suas demonstrações financeiras no período entre 2000 e 2009.

Quanto aos objetivos específicos, esse trabalho busca analisar também os seguintes aspectos:

- a) Descrever o cenário econômico brasileiro e internacional no período de 2000 a 2009, identificando os fatores macroeconômicos que podem ter

causado variações nos resultados das empresas analisadas, de maneira a justificar essas variações;

- b) Fazer um levantamento das demonstrações contábeis das principais empresas do setor de papel e celulose, no período de 2000 a 2009, a partir das informações consolidadas no Instituto Assaf, uma vez que este é um dos únicos institutos nacionais que busca concentrar e realizar um estudo econômico-financeiro das empresas nacionais a partir do cálculo de índices agregados por setor da economia;
- c) Realizar uma análise econômico-financeira das empresas escolhidas, utilizando os indicadores tradicionais da teoria da análise econômica e financeira, para avaliar os aspectos relativos à estrutura, rentabilidade, liquidez e endividamento das empresas escolhidas;

1.2 JUSTIFICATIVA

A princípio, a análise econômico-financeira das empresas do setor de papel e celulose permitirá a consolidação dos conhecimentos adquiridos no curso de Especialização em Contabilidade & Finanças da Universidade Federal do Paraná (UFPR), assim como, possibilitará o desenvolvimento de um projeto a ser aprimorado no Mestrado, no sentido de testarmos empiricamente as conclusões desse trabalho.

Contudo, a conveniência do estudo extrapola a questão acadêmica e se revela extremamente atual, no sentido de mensurarmos o impacto que a crise financeira internacional e outros aspectos da conjuntura econômica causaram sobre as empresas do setor de papel e celulose brasileiro, verificando como isso afetou o desempenho econômico-financeiro dessas empresas, o que nos permitirá deduzir, por analogia e dentro do bom senso, a situação das empresas de outros setores da economia.

Por último, destaca-se a importância social da análise proposta nesse projeto de pesquisa, pois as empresas do setor de papel e celulose empregam, direta e indiretamente, muitas pessoas ao longo de toda a sua cadeia de produção, que é extensa e complexa. Essa análise permitirá elucidar alguns pontos dos efeitos

dos cenários econômicos vivenciados pelo país ao longo do período analisado sobre as empresas brasileiras, permitindo realizarmos uma avaliação criteriosa quanto ao impacto das políticas macroeconômicas adotadas pelo governo federal no resultados das empresas.

1.3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O projeto deve ser analisado quanto à metodologia que será utilizada. Para isso é necessário realizarmos o enquadramento metodológico e a descrição dos dados que serão utilizados. A partir deste fato, faz-se necessário enquadrarmos a presente pesquisa quanto à abordagem do problema, aos objetivos de pesquisa, e aos procedimentos que serão adotados.

1.3.1 Quanto a abordagem do problema

O presente projeto se utilizará da análise das demonstrações contábeis das principais empresas do setor de papel e celulose consolidadas no Instituto Assaf, relacionando os valores apresentados nessas demonstrações entre si, através dos indicadores (índices) de análise econômica e financeira tradicional, não sendo necessário a realização de um tratamento estatístico dos dados observados.

Verifica-se, portanto, dentro das possibilidades de abordagem do problema, que a pesquisa proposta nesse projeto enquadra-se como QUALITATIVA, uma vez que não haverá análise estatística dos dados.

1.3.2 Quanto aos objetivos de pesquisa

Os objetivos da pesquisa são DESCRITIVOS, pois consiste na observação de dados, identificação daqueles mais importantes e, realização de uma análise desses, entre si ou por comparações. Não haverá, portanto, uma manipulação dos dados das demonstrações contábeis.

O projeto não pode ser considerado como exploratório, devido ao fato de serem realizadas, diariamente, análises econômico-financeiras das empresas com ações na bolsa de valores, pelos investidores e seus acionistas. Da mesma maneira, a pesquisa não pode ser considerada como explicativa, pois não há uma

preocupação em justificar a razão dos fenômenos por trás dos dados apresentados, mas sim, descrever como eles se comportaram ao longo do período observado.

1.3.3 Quanto aos procedimentos de pesquisa

O procedimento a ser adotado no projeto será a PESQUISA DOCUMENTAL e, principalmente no referencial teórico, BIBLIOGRÁFICO. A análise documental é necessária a partir do princípio da própria pesquisa, que objetiva analisar os dados das demonstrações contábeis que são divulgadas pelas empresas escolhidas, além de outras fontes de informações como notícias, artigos, e análises de economistas e investidores existentes nos mais variados meios de comunicação.

O procedimento bibliográfico faz-se necessário a partir do ponto em que propomos realizar uma comparação, ou confirmação, dos resultados obtidos com a análise econômica tradicional, sendo necessário caracterizar e descrever os principais aspectos e indicadores dessa teoria.

1.4 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA, COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Serão utilizados os dados das demonstrações financeiras das principais empresas do setor de papel e celulose nacional, classificadas por ordem crescente de tamanho de patrimônio líquido no final do ano de 2009, dentre aquelas com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo. Assim, as empresas escolhidas são: Celulose Iran S.A.; Klabin S.A. e Suzano Papel e Celulose S.A.

As demonstrações financeiras a serem analisadas serão aquelas do período de 2000 até 2009, e incluem, basicamente, o Balanço Patrimonial (BP) e as Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE). Caso necessário, serão utilizadas as Notas Explicativas (NE) dos Auditores Independentes (AI) para compreensão das contas cuja classificação se demonstre inadequada para a análise proposta.

Os valores dessas demonstrações financeiras serão obtidos a partir do Instituto Assaf, dada a característica desse instituto em agregar a maior quantidade de informações contábeis sobre as empresas nacionais, buscando consolidar a análise econômico-financeira por setor.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A análise econômica e financeira das empresas é dividida pela literatura em dois grupos: (i) a análise tradicional, que engloba basicamente a análise através de índices (liquidez, rentabilidade, estrutura e atividade) e, (ii) a análise dinâmica baseada no modelo desenvolvido por Michel Fleuriet, focado no estudo da situação de liquidez da empresa.

Para o presente trabalho, não será realizada a análise dinâmica, tendo em vista vários fatores dentre os quais destacamos: alterações consideráveis nas demonstrações financeiras ao longo da última década, com a criação, extinção e consolidação de vários tipos de contas do Balanço Patrimonial (BP) e das Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE); alteração nos critérios contábeis de lançamentos das despesas e receitas nas contas das demonstrações financeiras e; longevidade da análise proposta nesse trabalho, cujo período de análise é de dez anos, o que tornaria esse trabalho demasiadamente longo.

A seguir, serão resumidas as principais características dos indicadores da análise econômico-financeira tradicional.

2.1 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL

A primeira técnica de análise das demonstrações contábeis de uma empresa consiste na Análise Horizontal (AH) e Análise Vertical (AV), cujo objetivo é efetuar comparações dos valores das contas que compõem as demonstrações ao longo do tempo e entre si, conforme veremos a seguir.

O quadro abaixo apresenta um exemplo de AH e AV do Ativo Circulante de um BP qualquer. Ressalta-se que os valores monetários devem ser deflacionados para não prejudicar este tipo de análise, eliminando-se assim o efeito do tempo sobre o dinheiro.

QUADRO 1 – ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

ATIVO CIRCULANTE	31/12/2007			31/12/2008			31/12/2009		
	VA	AV%	AH%	VA	AV%	AH%	VA	AV%	AH%
Disponível	9.118	5,00	100	22.871	7,29	250,82	33.722	12,39	369,83
Valores Realiz. A Curto Prazo	92.423	50,69	100	98.352	31,33	106,41	71.902	26,42	77,80
Estoques	28.529	15,65	100	34.652	11,04	121,46	41.575	15,28	145,73
SOMA	130.071	71,33	100	155.875	49,66	119,84	147.199	54,08	113,17

Fonte: do próprio autor.

A AH é realizada tomando-se um período base igual a 100 (cem) e calculando, ao longo do tempo, o crescimento dessa conta. Ao passo que a AV é calculada pela participação das subcontas na composição da conta principal, no caso do exemplo, o Ativo Circulante.

Nas palavras de Assaf e Lima (2009), com relação a AH e AV:

Essa análise [AH] permite que se avalie a evolução dos vários itens de cada demonstração financeira em intervalos seqüenciais de tempo. A análise vertical constitui idênticamente um processo comparativo, sendo desenvolvido por meio de comparações relativas entre valores afins ou relacionáveis identificados numa mesma demonstração financeira. (Assaf e Lima, 2009)

Entretanto, somente a AH e AV não é suficiente para avaliarmos a situação econômico-financeira da empresa, embora ela possa apontar algumas possíveis conclusões. Conforme apontado por Assaf e Lima (2009), é necessário somar a AH e AV o resultado obtido pelos índices econômico-financeiro de análise, de maneira a confirmar ou não as conclusões iniciais.

Em suma, o estudo da estrutura dos ativos (aplicações) e passivos (captações), assim como da evolução patrimonial e de resultados ao longo do tempo, é de grande importância para o processo de análise econômico-financeira de uma empresa. A aplicação da análise horizontal e vertical deve ser considerada como um procedimento inicial de avaliação do desempenho da empresa, cuja confirmação (ou não) se dará nas várias etapas posteriores da análise financeira. (Assaf e Lima, 2009).

Os índices econômico-financeiros estão agrupados em quatro grupos: liquidez e atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações; para os quais demonstraremos brevemente qual a maneira de obtenção dos mesmos e o que significam em termos de análise financeira.

a) *Índices de liquidez*

Os índices de liquidez visam mensurar a capacidade que uma empresa tem para cumprir suas obrigações já assumidas, ou seja, de pagar as contas do passivo utilizando os recursos do ativo.

Segundo Assaf e Neto (2009), o índice de Liquidez Corrente (LC) mede a relação existente entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, caracterizando a capacidade de pagamento de curto prazo da empresa, enquanto o índice de

Liquidez Seca (LS) também é mensurado da mesma maneira, mas exclui-se do Ativo Circulante a conta de Estoques e a conta de Despesas Antecipadas.

Os outros dois índices são: (i) o chamado índice de Liquidez Imediata (LI), que mensura a capacidade imediata da empresa em honrar os seus compromissos, sendo calculado pela relação entre Disponível e Passivo Circulante e; (ii) o índice de Liquidez Geral (LG), mensurado pela relação existente entre o Ativo Circulante somado ao Realizável a Longo Prazo com o Passivo Circulante somado ao Exigível a Longo Prazo.

O quadro abaixo apresenta as fórmulas para obtenção dos indicadores de liquidez informados acima.

QUADRO 2 – ÍNDICES DE LIQUIDEZ

Índices de Liquidez	Liquidez Imediata =	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$
	Liquidez Seca =	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$
	Liquidez Corrente =	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
	Liquidez Geral =	$\frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}$

Fonte: Assaf e Lima (2009).

b) Índices de atividade:

Os indicadores de atividade têm por objetivo mensurar a duração dos diversos períodos do ciclo operacional da empresa. Várias são as formas de mensuração desses índices, entretanto, a que mais se destaca, devido a profundidade de informações necessárias para o seu cálculo, são os indicadores descritos no quadro 3 abaixo.

Aquele quadro apresenta 9 fórmulas listadas, que devem ser calculadas para a obtenção dos índices de prazos médios de estoques, recebimento de duplicatas e pagamento à fornecedores, tendo como base informações como: o Custo dos Produtos Vendidos (CPV), estoque inicial e final, materiais aplicados na produção, etc.

QUADRO 3 – ÍNDICES DE ATIVIDADE

FORMULAS BÁSICAS PARA MENSURAÇÃO DOS RECURSOS EXIGIDOS PELOS CICLOS	
1. CÁLCULO DO CUSTO DO PRODUTO VENDIDO	$CPV = E_{fpa} + CPA - EF_{pe}$
2. CÁLCULO DO CUSTO DA PRODUÇÃO ACABADA	$CPA = E_{lpe} + CPP - EF_{pe}$
3. MATERIAIS APLICADOS NA PRODUÇÃO	$MAP = E_{mp} + \text{COMPRAS LÍQUIDAS} - EF_{mp}$
	ou $MAP = 40\% \times CPP$ (por estimativa percentagem arbitrada)
4. CÁLCULO DAS COMPRAS BRUTAS	$\text{COMPRAS BRUTAS} = \frac{\text{Compras Líquidas} \times (1 + \%IPI)}{1 - \%ICMS}$
5. CÁLCULO DO PRAZO MÉDIO ESTOQUE DE MATÉRIA-PRIMA	$PME_{mp} = \frac{\left(\frac{EI_{mp} + EF_{mp}}{2}\right) \times T}{MAP} \times \frac{MAP}{RB - Dev.A} =$
6. CÁLCULO DO PRAZO MÉDIO ESTOQUE DE PRODUTOS EM ELABORAÇÃO	$PME_{pe} = \frac{\left(\frac{E_{lpe} - EF_{pe}}{2}\right) \times T}{CPA} \times \frac{CPA}{RB - Dev.A} =$
7. CÁLCULO DO PRAZO MÉDIO ESTOQUE DE PRODUTOS ACABADOS	$PME_{pa} = \frac{\left(\frac{E_{fpa} - EF_{pa}}{2}\right) \times T}{CPV} \times \frac{CPV}{RB - Dev.A} =$
8. CÁLCULO PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTO DE DUPLICATAS (CLIENTES)	$PME_{dr} = \frac{\left(\frac{SI_{dr} - SF_{dr}}{2}\right) \times T}{IP} \times \frac{IP}{RB - Dev.A} =$
9. CÁLCULO PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO A FORNECEDORES	$PME_{pg} = \frac{\left(\frac{SI_{pg} - SF_{pg}}{2}\right) \times T}{\text{Compras Brutas}} \times \frac{\text{Compras Brutas}}{RB - Dev.A} =$

Fonte: UFPR, 2010.

Há também, segundo Assaf e Lima (2009), um importante indicador de atividade que é o Giro do Estoque, que pode ser obtido conforme a fórmula abaixo:

$$\text{Giro do Estoque (GE)} = \text{Estoque Médio} / \text{Prazo Médio de Estocagem (PME)}$$

Esse indicador é mais genérico do que os indicadores listados no quadro 3 e, por essa razão, muito mais fácil de ser obtido. Para o cálculo do PME na fórmula acima, que é uma variação dos Prazos Médios de Estocagem de Matéria Prima (PMEmp), Prazo Médio de Estocagem de Produtos em Elaboração (PMEpe) e, Prazo Médio de Estocagem de Produtos Acabados (PMEpa), pode-se utilizar a fórmula abaixo:

$$\text{Prazo Médio de Estocagem (PME)} = (\text{Estoque Médio} / \text{CPV}) \times 360$$

Uma variação do índice de GE é o Giro do Ativo Total (GA), muito embora o mesmo seja obtido de maneira divergente daquele. O GA é basicamente um indicador de intensidade de capital da empresa, ou seja, mensura quanto que a empresa consegue girar o seu ativo a partir da sua atividade.

Ele é obtido através da seguinte relação, adotada pela Fundação Getúlio Vargas:

$$\text{Giro do Ativo (GA)} = \text{Receita Líquida} / \text{Ativo}$$

Um índice baixo identifica uma empresa capital-intensiva, enquanto que um índice alto indica o oposto. Esse indicador é influenciado diretamente pela natureza dos produtos da empresa e pela sua estratégia competitiva.

Derivado do GA, o fator de alavancagem financeira, ou somente alavancagem, indica quanto uma unidade monetária de capital próprio consegue alavancar em ativos. Ele aumenta à medida que a empresa eleva a proporção de dívidas contraídas em relação ao patrimônio líquido.

A alavancagem de uma empresa pode ser calculada com base na seguinte equação, adotada pela Fundação Getúlio Vargas:

$$\text{Fator de Alavancagem} = \text{Ativo} / \text{Patrimônio Líquido}$$

Contudo, diferentemente do GA, o aumento da alavancagem da empresa não é um fator que deve ser perseguido, pois há custos e benefícios que devem ser levados em consideração. O tipo de negócio e de ativos da empresa são fatores que influenciam suas possibilidades de alavancagem.

De maneira geral, empresas com fluxos de caixa previsíveis e estáveis ou com investimentos mais líquidos podem ser mais alavancadas do que as que enfrentam maiores incertezas de mercado.

c) *Índices de endividamento e estrutura*

Busca-se mensurar com esses indicadores, a estrutura financeira da empresa, relacionando capitais próprios com de terceiros, passivos e exigíveis, como descrito abaixo:

Estes indicadores são utilizados, basicamente, para aferir a composição (estrutura) financeira das fontes passivas de recursos de uma empresa. Ilustram quanto de recursos próprios (patrimônio líquido) e de recursos de terceiros (passivos) são utilizados para financiar os ativos totais da empresa. (Assaf e Lima, 2009).

Esses indicadores também podem ser utilizados para mensurar a estrutura da alocação dos ativos e passivos da empresa, de maneira a se verificar o grau de comprometimento financeiro da empresa:

Os indicadores fornecem, ainda, elementos para avaliar o grau de comprometimento financeiro de uma empresa perante seus credores (principalmente instituições financeiras) e sua capacidade de cumprir os compromissos financeiros de longo prazo assumidos. (Assaf e Lima, 2009).

O primeiro índice é chamado de Participação de Capital de Terceiros (CT/CP), Assaf e Lima (2009) demonstram que ele é calculado a partir do exigível total (passivo circulante mais passivo não circulante), dividido pelo patrimônio líquido, permitindo avaliar o nível de endividamento da empresa em relação aos seus recursos próprios.

O índice que mede a dependência financeira da empresa é chamado de Composição do Endividamento (P/PL), ou simplesmente Endividamento, e sua fórmula está demonstrada no quadro abaixo, no qual também consta o índice que mensura a imobilização do Patrimônio Líquido: Imobilização dos Recursos Permanentes (IRP), que revela qual a porcentagem de Passivo Não Circulante da empresa que está imobilizada.

QUADRO 4 – ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO E ESTRUTURA

Índices de Endividamento e Estrutura	Participação de Capital de Terceiros (CT/CP)	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	x 100
	Composição do Endividamento (P/PL)	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}}$	x 100
	Imobilização do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Ativo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	x 100
	Capitalização	$\frac{\text{Capitais Próprios Médio}}{\text{Ativo Médio}}$	x 100

Fonte: adaptado de MATARAZZO, 1998, p. 158. In: UFPR, 2010.

d) *Índices de rentabilidade*

Dos índices conhecidos da análise financeira, os mais valorizados pelos analistas externos são os indicadores de rentabilidade, uma vez que mensuram o resultado da empresa em relação a determinados parâmetros estabelecidos pelo analista. São quatro os índices de rentabilidade mais utilizados pelo mercado, conforme quadro abaixo.

QUADRO 5 – ÍNDICES DE RENTABILIDADE

Índices de Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo (ROA) =	$\frac{\text{Lucro Operacional (líquido de IR)}}{\text{Ativo Total Médio}}$
	Retorno sobre o Investimento (ROI) =	$\frac{\text{Lucro Operacional (líquido de IR)}}{\text{Investimento Médio}}$
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) =	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$
	Margem Operacional/Líquida =	$\frac{\text{Lucro Operacional/Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$

Fonte: Assaf e Neto (2009)

Os autores Assaf e Lima (2009) definem o Retorno sobre o Ativo (ROA) como a taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seu ativo, enquanto que o Retorno sobre o Investimento (ROI) é basicamente a mesma medida, porém, utiliza o conceito de investimento, que é definido pela diferença entre o Ativo Total e o Passivo de funcionamento.

Temos ainda o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE¹), que mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus acionistas (proprietários), que deve ser comparado com Taxa Mínima de Atratividade (TMA), que é calculada através do método do Valor Presente Líquido (VPL), exigida pelo acionista.

Por último, temos a Margem Operacional (MO) ou Margem Líquida (ML), que é calculada pelo Lucro Operacional ou Lucro Líquido, dividido pelas Vendas Líquidas, e que mensura, nas palavras de Assaf e Lima (2009) a eficiência da empresa em produzir lucros por meio de suas vendas.

A margem líquida, em conjunto com o GA e a alavancagem, é um dos três fatores que impulsionam o ROE da empresa, sendo que a margem líquida sintetiza o desempenho da demonstração do resultado do exercício, enquanto o giro do ativo e

¹ Do inglês, *Return of Equity*.

o fator de alavancagem fazem o mesmo em relação ao lado esquerdo e ao lado direito do balanço patrimonial, respectivamente.

Uma alternativa para obtenção do ROE está representado abaixo:

$$\text{ROE} = \text{ML} \times \text{GA} \times \text{Alavancagem}$$

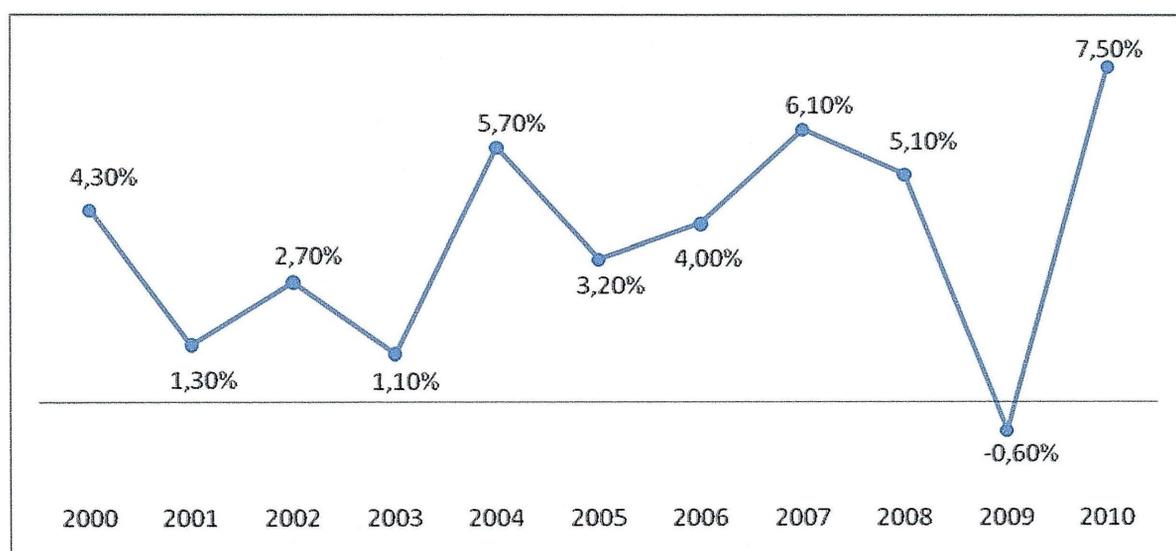
Ressalta-se que a margem líquida e o giro do ativo tendem a variar inversamente, ou seja, empresas com altas margens tendem a apresentar baixo giro e vice-versa.

3 CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 2000 A 2010

Antes de apresentarmos as principais empresas do setor de papel e celulose, faz-se necessário contextualizar o comportamento da economia brasileira na última década, para que possamos compreender alguns dos aspectos que influenciaram a atividade dessas empresas ao longo deste período.

No período de 2000 a 2009, o Brasil passou por vários tipos de conjunturas econômicas, desde crises cambiais até períodos de elevado crescimento econômico e social. Para iniciar a contextualização econômica desse período, demonstramos no gráfico abaixo o comportamento do Produto Interno Bruto (PIB) ao longo da última década.

GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO DO PIB



Fonte: Instituto Assaf

Percebe-se que, exceto pelo crescimento negativo em 2009, decorrente da atual crise financeira, como será explicitado adiante, o PIB apresentou em todos os períodos crescimento positivo. A taxa média de crescimento do período foi de 3,67%, inferior a taxa média de crescimento dos outros países do BRIC², porém, muito superior a taxa média de crescimento do PIB brasileiro na última década do século passado.

A seguir serão apresentados os principais aspectos da conjuntura econômico-financeira vivenciada pelo país em cada governo, no período analisado.

² Grupo de países emergentes composto por: Brasil, Rússia, China e Índia, cuja importância na economia mundial tem crescido muito nos últimos anos.

- *Período de 2000 a 2002:*

Houve um baixo crescimento do PIB nos últimos dois anos do governo de Fernando Henrique Cardoso, de 1,3%, em 2001, e 2,7%, em 2002. Resultado este que contraria o movimento de crescimento do PIB do final de 2000, de 4,3%, verificado logo após a desvalorização do Real em 1999, devido a uma série de fatores internos e externos, dos quais se destaca o impacto sobre o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) no país, conforme apontado por Gustavo Franco:

Em 2001, a economia foi prejudicada por uma combinação de eventos, incluindo a crise de energia, o “contágio argentino” – que diminuiu a entrada de capitais – e os atentados terroristas de 11 de setembro, que abalaram fortemente os mercados mundiais. (Giambiagi, 2004)

Da teoria econômica, variações no PIB são devidas a variações em quatro grandes agregados monetários: consumo das famílias, gastos do governo e investimento privados, e a receita líquida recebida do resto do mundo (exportações menos importações), que é calculada na balança de pagamentos.

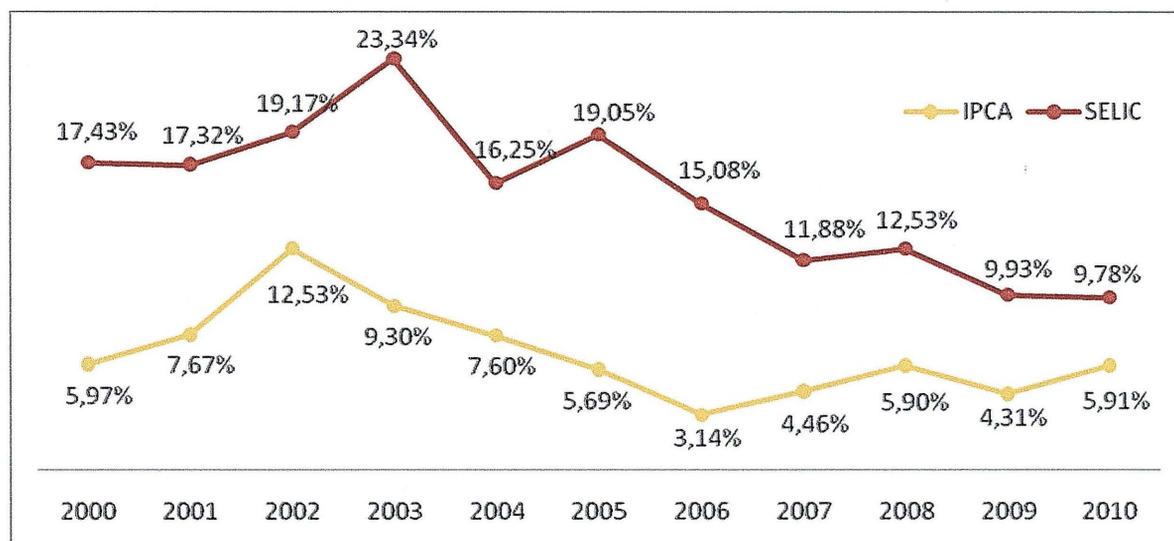
Assim, o IDE impacta diretamente na receita líquida recebida do resto do mundo e é transformado em investimento privado pelas multinacionais presentes no país, com uma série de externalidades positivas sobre a economia como a geração de empregos e aumento da arrecadação de impostos pelo governo, cujo crescimento influenciará positivamente o consumo das famílias e os gastos do governo, respectivamente, criando-se assim, um ciclo virtuoso de crescimento na economia.

Soma-se a este cenário de queda do IDE, a elevada taxa interna de juros vigente na economia brasileira, decorrente da adoção do Sistema de Metas de Inflação³, cujo resultado seria o aumento dos juros para controlar a elevação dos preços, pelo lado da política monetária, aliado ao aperto fiscal realizado pelo governo federal, que visava atingir os superávits primários estabelecidos no acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional (FMI), pelo lado da política fiscal.

³ O Sistema de Metas de Inflação foi adotado em 1999 e resume-se basicamente em um conjunto de políticas monetárias adotadas pelo Banco Central do Brasil para atingir uma meta de inflação determinada pelo Comitê do Política Monetária (COPOM).

O gráfico abaixo apresenta a evolução da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), também conhecida por “taxa SELIC”, e do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA⁴).

GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO DA TAXA SELIC E DO IPCA



Fonte: Instituto Assaf.

Verifica-se que a taxa SELIC passou de um patamar de 17,43% em 2000, para 19,17% em 2002, ou seja, naquela época a taxa de juros brasileira já era umas das maiores do mundo, o que limitava os investimentos das empresas em ativos e estimulava as aplicações financeiras em títulos públicos. No mesmo período, a taxa de inflação medida pelo IPCA passou de 5,97% em 2000, para 12,53% em 2002, o que significa dizer que a taxa real de juros da economia, que é calculada, grosso modo, pela diferença entre a taxa SELIC e a taxa de inflação, foi de 11,46% em 2000, e de 6,64% em 2002.

O resultado desse conjunto de acontecimentos e de políticas monetárias, cujas explicações não competem a este trabalho, foi negativo para as empresas brasileiras, pois, apesar da diminuição da taxa real de juros no período, o mundo estava em crise, na qual vários países estavam enfrentando queda no consumo interno. No Brasil, a queda na demanda foi iniciada com a diminuição dos gastos federais, com o objetivo de conter a inflação, cujo impacto estendeu-se por toda a economia.

⁴ É calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e é utilizado pelo COPOM como índice de preços para mensuração da meta de inflação a ser perseguida pelo Banco Central do Brasil.

O balanço do período de 1999 a 2002 é ambíguo. De um lado o crescimento permaneceu baixo e o país continuou amargando taxas de juros reais elevadas; de outro, houve melhora sistemática da balança comercial e do resultado em conta corrente e o país fez um ajuste fiscal que no início do processo até os mais otimistas julgavam que seria muito difícil de implementar (...). (Giambiagi, 2004)

Cabe destacar os acontecimentos que marcaram o ano eleitoral de 2002, que culminou com a vitória de Luís Inácio Lula da Silva (Lula) perante o candidato do governo José Serra. O mercado financeiro não via com bons olhos a eleição do candidato do PT, mesmo após este ter emitido a “Carta ao Povo Brasileiro”. Assim, a vitória nas urnas foi acompanhada por um aumento no prêmio de risco embutido no preço dos títulos públicos negociados ao longo do segundo semestre daquele ano, tornando-se este mais um fator que contribuiu para o aumento dos juros.

O sentimento generalizado nos mercados financeiros internacionais era de medo quanto à vitória de Lula, conforme se verifica no trecho de artigo escrito, em meados de 2004, por Nuno Camara – Economista Sênior para a América Latina do banco *Dresdner Kleinwort Wasserstein*, em Nova Iorque:

“Certo ou errado, a possibilidade de ter um governo de esquerda em 2003 no poder – que até pouco tempo antes das eleições de outubro de 2002 se fazia valer de uma retórica anti-mercado ou tinha essa reputação (não comprovada, diga-se de passagem) – assustava o mercado. (Camara, 2004)

Portanto, podemos esperar resultados financeiros pouco expressivos nesse período, nos demonstrativos contábeis das empresas analisadas, dado o cenário econômico apresentado acima, principalmente quando estes forem comparados aos resultados dos anos seguintes.

- *Período de 2003 a 2006:*

No primeiro mandato do ex-presidente Lula o governo teve que lidar nos primeiros meses com uma crise de desconfiança, conforme já adiantado, que era visivelmente refletido no aumento da taxa de risco-país⁵.

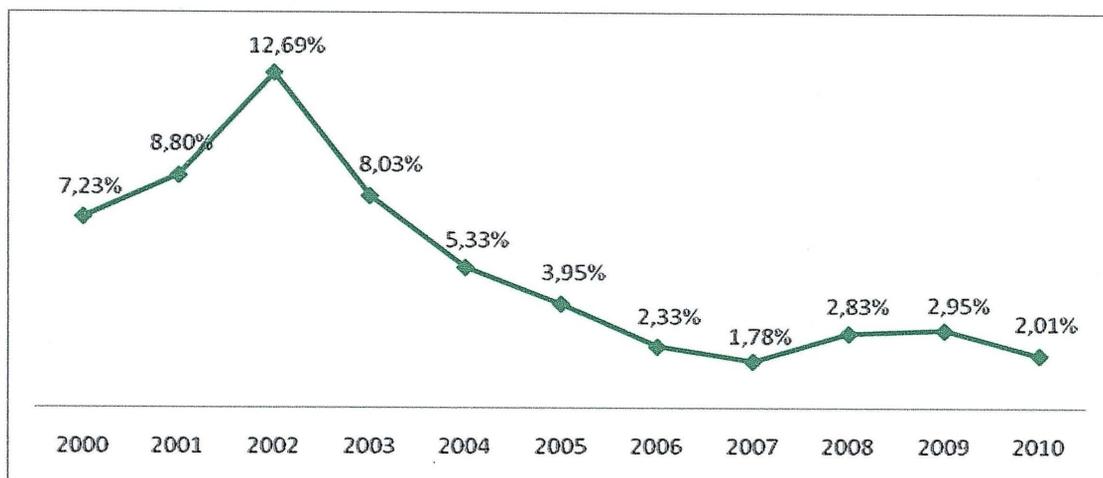
A desconfiança aumentou ao longo de 2002, no calor da campanha eleitoral. Em que pesem as análises que procuravam fugir ao pessimismo,

⁵ O risco-país é um conceito econômico-financeiro que diz respeito à possibilidade de que mudanças no ambiente de negócios de um determinado país impactem negativamente o valor dos ativos de indivíduos ou empresas estrangeiras naquele país, bem como os lucros, dividendos ou royalties que esperam obter dos investimentos que lá fizeram.

muitos observadores internacionais temiam a decretação de uma moratória em 2003, no contexto da adoção – que alguns julgavam certa – de políticas populistas por parte de um novo governo, encabeçado pelo PT. (Giambiagi, 2004.)

O gráfico abaixo apresenta a evolução do risco-país do Brasil no período de 2000 a 2009.

GRÁFICO 3 – VARIAÇÃO DO RISCO BRASIL



Fonte: Instituto Assaf.

Conforme se percebe pela análise do gráfico acima, o risco-país do Brasil passou de 7,23% em 2000, para 12,69% em 2002. No artigo supracitado de Nuno Camara há menção a esse problema:

No entanto, o pior era que, à medida que essa percepção de risco piorava [eleição de Lula], a perversa dinâmica de preços que se formava (a famosa profecia auto-realizável) deixava o país mais perto do abismo e, por melhores que fossem as intenções do novo governo, mais difícil ficava sair dela. Com isso, e por mais que as razões que levaram as percepções de risco Brasil a subir – ou até a chegarem a níveis exorbitantes em 2002 – sejam fáceis de se entender agora [2004], o difícil foi tentar conter a irracionalidade do mercado financeiro internacional. (Camara, 2004).

Nessa conjuntura, o governo foi obrigado a elevar a taxa interna de juros, chegando a 23,34% no final de 2003, para demonstrar aos agentes do mercado financeiro e investidores internacionais, que estava disposto a manter a estabilidade financeira e monetária conquistada pelo país através do Plano Real.

O resultado dessa política foi um baixo crescimento do PIB em 2003, contudo, no ano seguinte o país voltou a crescer, devido a uma política de distribuição de renda praticada pelo governo federal, na qual ocorreu uma

valorização do salário mínimo e o aumento do poder aquisitivo das classes sociais mais pobres, com destaque para os programas federais Fome Zero e Bolsa Família.

No que se refere às variáveis econômicas pelas quais em geral se mede o sucesso ou fracasso de um governo, relacionadas ao nível de atividade e aos preços, os resultados nos primeiros anos da gestão Lula foram mistos. No campo da economia real, após o efeito inicial negativo da taxa de juros, (...) o desempenho melhorou, (...) Com isso, tanto o consumo quanto o investimento foram estimulados. (Giambiagi, 2004.)

A partir de então, o país passou por um período de bonança, com taxas de juros em queda, inflação controlada (o IPCA saiu de um patamar de 12,53% em 2002, para 3,14% em 2006), aumento dos investimentos estrangeiros, e elevação do consumo das famílias, o que acarretou em taxas de crescimento do PIB de 3,2% em 2005 e, 4% em 2006, que se refletiram nos resultados das empresas e, no contexto político, na reeleição de Lula.

- *Período de 2007 a 2010:*

O segundo mandato do ex-presidente Lula foi marcado por dois momentos distintos. O primeiro é a continuação do período de crescimento econômico, com papel de destaque para a atuação do governo federal na distribuição de renda, diminuição da taxa de juros e instalação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), resultando em taxas de crescimento do PIB de 6,1%, em 2007, e 5,1%, em 2008.

O trecho da reportagem abaixo, publicada no site da Federação Nacional dos Engenheiros logo após a apresentação, pelo governo federal, do Primeiro Balanço do PAC, demonstra a importância do PAC para o crescimento do PIB.

Durante a divulgação do balanço, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, relacionou o investimento na aceleração do crescimento com o melhor desempenho da economia no primeiro semestre deste ano [2007]. Ele informou que a taxa de investimento passou de 17,1% no primeiro semestre de 2006 para 18,1% no mesmo período de 2007 e isso teve reflexos no Produto Interno Bruto (PIB). (FNE, 21/09/2007).

No segundo momento, o governo teve que enfrentar os efeitos nocivos da crise financeira internacional, que ocasionou uma recessão em várias das principais economias mundiais, com a falência de empresas, famílias e bancos, principalmente nos EUA.

O trecho abaixo contextualiza a crise financeira internacional ao apontar suas origens e implicações imediatas sobre as economias mundiais:

A crise financeira, iniciada em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas americanas de alto risco (subprime), assumiu dimensões sistêmicas no segundo semestre de 2008, após a falência de várias instituições bancárias e não bancárias (em especial, do banco de investimento Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008). A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico – em âmbito global – nos mercados de ações, de moedas, de derivativos, de empréstimos e de bônus. (IPEA, 2010).

Conforme se visualiza no gráfico da variação do PIB, no pior ano da crise econômica (2008), o PIB brasileiro decresceu 0,6% em relação ao período anterior, o que foi um excelente resultado, quando comparado ao crescimento de outros países do mundo naquele mesmo ano.

Destaca-se que com a adoção de políticas econômicas expansionistas⁶, principalmente com relação à diminuição de impostos e elevação dos gastos do governo, com destaque para o PAC e o Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV)⁷, foi possível sair rapidamente da crise, que no ano de 2009 apresentou um crescimento do PIB de 7,5%, puxado pelos gastos eleitorais, o que não ocorria desde a década de 80.

Um fator importante está relacionado à característica exportadora das empresas de papel e celulose, ou seja, a crise internacional provocou um impacto sobre o fluxo de comércio das empresas exportadoras, conforme ressaltado por Marta Castilho:

Até meados de 2008, a economia brasileira, que se encontrava em vigoroso crescimento, tinha resistido aos efeitos da crise. Porém, no quarto trimestre daquele ano, a crise econômica internacional exerceu forte impacto sobre os fluxos de comércio exterior do país. A queda nos valores de exportações e importações, no entanto, foi assimilada em um intervalo relativamente curto e, passados dois anos da eclosão da crise no mercado internacional, o patamar de comércio exterior encontra-se próximo ao do período pré-crise. (IPEA, 2010).

⁶ São as políticas monetárias, fiscais, cambiais, salariais e etc. adotadas pelo Governo Federal que visam estimular o crescimento da economia.

⁷ O PMCMV tinha como objetivo a construção de 1 milhão de novas moradias, o que estimulou a indústria da construção civil, que é a indústria que mais emprega trabalhadores. Alguns economistas creditam à esse programa o efeito de ascensão social percebido por milhões de brasileiros, principalmente das classes C e D.

Esse impacto teve consequências diretas sobre os resultados brutos das empresas analisadas, apesar do aumento da demanda interna e da rápida recuperação das exportações, porém, não rápido o suficiente para salvar os resultados registrados no ano de 2008.

Resumidamente, são esses os principais aspectos da conjuntura econômica nacional e internacional pela qual o país passou desde o início do século XXI, que impactaram diretamente a atividade das empresas brasileiras, principalmente aquelas do setor de papel e celulose, cuja variação nas suas demonstrações contábeis será analisada a seguir.

4 AS PRINCIPAIS EMPRESAS DO SETOR

A indústria de papel e celulose brasileira é extremamente competitiva internacionalmente devido as características naturais do país, cuja vantagem está relacionada ao elevado grau de crescimento das florestas, uma vez que no setor de papel e celulose, 100% da matéria-prima – madeira de eucalipto e pinus – são provenientes de florestas plantadas, conforme descrito no relatório do setor de papel e celulose do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

O setor de celulose diferencia-se do setor de papel, embora ambos tenham a mesma matéria-prima e suas indústrias pertençam a mesma cadeia produtiva. A diferenciação ocorre no produto final, enquanto no primeiro produz-se a chamada celulose de mercado, também conhecida como fibras, o segundo produz o papel em si, utilizando para isso, o produto final do setor de celulose. Por essa razão e, dado a necessidade de um montante elevado de capital para investimento nesse tipo de indústria, as maiores empresas apresentam uma produção integrada, desde o plantio de florestas, passando pela elaboração de fibras, até a confecção do papel.

No Panorama do Setor, de Março de 2011, elaborado pela Associação Brasileira de Celulose e Papel (BRACELPA), é possível ter acesso aos principais dados desta indústria, dos quais destacam-se:

- A existência de 222 empresas, localizadas em 18 estados;
- 2,2 milhões de hectares de florestas plantadas para fins industriais;
- Exportações em 2010 de US\$ 6,8 bilhões;
- Investimentos de US\$ 12 bilhões nos últimos 10 anos e;
- A geração de 115 mil empregos diretos e 575 mil indiretos.

É possível afirmar, portanto, que esse setor tem um caráter de destaque na indústria nacional, dado a sua magnitude, tendo inclusive empresas com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Atualmente, o setor de papel e celulose apresenta 7 empresas listadas na BOVESPA, das quais, 6 têm papéis negociados diariamente. São elas: Celulose Irani S.A., Cia Melhoramentos de São Paulo; Suzano Holding S.A., Suzano Papel e Celulose S.A., Klabin S.A. e, Fibria Celulose S.A.

Dessas, não serão objeto do presente estudo as empresas: (i) Cia Melhoramentos de São Paulo, uma vez que sua atividade principal é a administração do seu patrimônio, composto por três fazendas e sua sede; (ii)

Suzano Holding S.A., pois é uma *holding*, da qual a Suzano Papel e Celulose S.A. faz parte e que será analisada no presente trabalho e; (iii) a Fibria Celulose S.A., por ser uma empresa nova, resultante da junção entre a Votorantim Celulose e Papel S.A. com a Aracruz S.A.

Cabe destacar, portanto, as principais informações gerais sobre as três empresas cujas demonstrações financeiras serão analisadas adiante.

a) *Celulose Irani S.A.*

Dentre as três empresas, esta é aquela que apresenta as melhores características das empresas do setor de papel. Sua atividade principal está voltada para a fabricação de papel para embalagens, embalagens de papelão ondulado e resinas, além da comercialização de móveis de madeira.

Na BOVESPA, são negociados dois tipos de ações desta empresa, as ordinárias – RANI3 – e as preferenciais – RANI4. Fundada em 1941, a empresa tem 5 fábricas nos estados de São Paulo, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, que apresentam uma produção integrada, desde a plantação da semente até a produção dos produtos finais.

b) *Klabin S.A.*

A Klabin S.A. é um grupo composto por várias empresas, cujas atividades vão desde a produção e comercialização de madeiras em toras, passando pela produção de embalagens, embalagens de papelão ondulado e sacos industriais, até a reciclagem e produção de papéis, sendo a maior do país nesse último quesito.

Fundada em 1899, possui 17 fábricas no país e uma na Argentina, a empresa começou no ramo de materiais de escritório quando, em 1902, adquiriu a sua primeira fábrica de produção de papel. Em 1943 começou a cultivar a sua própria matéria prima, com a plantação de araucárias na Fazenda Monte Alegre, em Tibagi (PR), passando por outras etapas de crescimento e consolidação de empresas, que resultariam no grupo de 11 empresas, com exportações para importantes países como EUA e China, até a aquisição de fábricas recicladoras.

Com receita bruta de R\$ 359,09 milhões em 2009, a empresa negocia na bolsa de valores dois tipos de ações, ordinárias e preferenciais, representadas pelos códigos KLBN3 e KLBN4, respectivamente.

c) *Suzano Papel e Celulose S.A.*

Essa empresa pertence ao grupo Suzano Holdings S.A. e tem como atividade principal a industrialização e comércio de papel e celulose. Por essa razão, assim como a Klabin S.A., a Suzano Papel e Celulose S.A. pertence tanto ao setor de papel quanto ao de celulose.

Com 85 anos de existência, a Suzano Papel e Celulose S.A. está entre as maiores empresas produtoras verticalmente integradas de papel e celulose, tendo como principais produtos a celulose de eucalipto, papéis para imprimir e escrever e papelcartão, produto este, em que é líder de mercado na América Latina.

Possui 5 fábricas situadas nos estados da Bahia e São Paulo, além de florestas renováveis de eucalipto localizadas em vários estados. Em 2009, obteve uma receita bruta de R\$ 4,46 bilhões e apresenta vários tipos de papéis negociados na BOVESPA, tanto ordinários quanto preferenciais.

4.1 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA CELULOSE IRANI S.A.

Abaixo são apresentados, de maneira ajustada e resumida, os números do BP e da DRE da empresa Celulose Irani S.A. As informações destas demonstrações contábeis, assim como das outras empresas, foram retiradas do Instituto Assaf⁸, cujo site está disponível nas referências.

O ajuste das demonstrações contábeis permite uma melhor visualização dos grandes grupos do BP e a alteração de contas entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, visando dar mais confiabilidade às análises econômicas e financeiras, como ocorre, por exemplo, na reclassificação da conta Duplicatas Descontadas, uma vez que essas podem ser consideradas um empréstimo, pois caso os sacados das duplicatas não paguem o título, a quitação do mesmo ficará a cargo da empresa que o descontou.

Tais ajustes também envolvem as contas Empréstimos com Interligadas, Empréstimos Recebidos de Diretores ou Interligadas e algumas deduções do Patrimônio Líquido, além das atualizações monetárias dos valores das demonstrações contábeis, conforme já explicado, para eliminar os efeitos da inflação e permitir a comparação entre os períodos com base em dados reais.

⁸ O site do Instituto Assaf é uma bem sucedida tentativa de se juntar informações e dados dos mais diversos grupos econômicos brasileiros, o que permite uma comparação entre as empresas e entre os setores.

TABELA 1 – BP AJUSTADO DA CELULOSE IRANI S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	189	343	834	622	614	712	1.523	59.542	1.370	3.025
Clientes	8.153	7.948	18.822	19.578	16.870	32.896	41.586	57.513	77.928	91.958
Estoques	11.562	13.286	15.230	20.665	25.523	31.077	23.922	31.346	35.616	32.659
Outros AC	3.203	2.912	5.353	6.135	10.996	9.474	11.082	-	-	-
Subtotal AC	23.107	24.489	40.239	47.000	54.003	74.159	78.113	148.401	114.914	127.642
Realizáveis a LP	1.111	1.596	2.403	3.875	6.784	9.171	9.910	24.561	50.699	20.099
Investimento	59	59	59	59	3.002	4.521	41.660	37.736	-	937
Imobilizado	128.364	131.507	124.981	122.011	148.592	164.722	199.996	265.191	362.832	337.005
Intangível	1.697	1.983	719	227	-	47	867	4.102	35.095	34.706
Subtotal ANC	131.231	135.145	128.162	126.172	158.378	178.461	252.433	331.590	448.626	392.747
Total do Ativo	154.338	159.634	168.401	173.172	212.381	252.620	330.546	479.991	563.540	520.389
PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	17.922	20.144	17.651	13.231	17.379	41.358	51.147	64.858	112.990	134.775
Fornecedores	16.254	15.123	14.943	18.179	25.107	22.165	24.594	34.224	41.482	37.352
Impostos CP	5.999	15.345	7.892	5.408	5.461	5.142	8.488	14.040	17.288	26.052
Outros PC	6.308	6.749	6.521	8.940	9.157	9.555	18.903	13.026	18.606	14.249
Subtotal PC	46.483	57.361	47.007	45.758	57.104	78.220	103.132	126.148	190.366	212.428
Subtotal PNC	32.806	28.257	51.388	47.922	62.852	81.706	109.451	252.907	323.231	217.857
Patrimônio líquido	75.049	74.016	70.006	79.492	92.425	92.694	117.963	100.936	49.943	90.104
Total do Passivo e PL	154.338	159.634	168.401	173.172	212.381	252.620	330.546	479.991	563.540	520.389

Fonte: Instituto Assaf, ajustes realizados pelo próprio autor. Dados em R\$ mil.

Com base na tabela acima, verifica-se que o total do ativo da empresa passou de R\$ 154 milhões em 2000 para R\$ 520 milhões em 2009, embora este não tenha sido o valor máximo observado na série. No mesmo período, o passivo da empresa passou de R\$ 79 milhões para R\$ 430 milhões, tendo chegado a R\$ 513 milhões em 2008, enquanto que o Patrimônio Líquido da empresa cresceu de R\$ 75 milhões para R\$ 90 milhões.

Para verificar o percentual de aumento entre um ano e outro, é necessário realizarmos uma análise horizontal das contas do balanço patrimonial, o que nos dará alguns “*insights*” sobre a situação da empresa ao longo desses anos.

Há o cuidado aqui, de alertarmos novamente o leitor de que houve ao longo dos últimos dez anos uma série de alterações normativas nas demonstrações contábeis brasileiras, conforme regras editadas pelo CPC, que podem impactar principalmente na análise horizontal e vertical dos valores de algumas contas do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício das empresas analisadas.

Apesar disso, consideramos que essas alterações nas demonstrações não impactam a maneira como a empresa desenvolve a sua atividade principal, e por essa razão, acreditamos que esse fato não inviabilizará, por completo, as análises econômicas e financeiras das empresas.

Lembramos também, que a análise horizontal, para esta empresa e as outras duas, foi realizada utilizando a metodologia da base fixa, ou seja, adotou-se o ano de 2000 como ano-base.

TABELA 2 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BP DA CELULOSE IRANI S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	100	181	441	329	325	377	806	31504	725	1601
Clientes	100	97	231	240	207	403	510	705	956	1128
Estoques	100	115	132	179	221	269	207	271	308	282
Outros AC	100	91	167	192	343	296	346	0	0	0
Subtotal AC	100	106	174	203	234	321	338	642	497	552
Realizáveis a LP	100	144	216	349	611	825	892	2211	4563	1809
Investimento	100	100	100	100	5088	7663	70610	63959	0	1588
Imobilizado	100	102	97	95	116	128	156	207	283	263
Intangível	100	117	42	13	0	3	51	242	2068	2045
Subtotal ANC	100	103	98	96	121	136	192	253	342	299
Total do Ativo	100	103	109	112	138	164	214	311	365	337

PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	100	112	98	74	97	231	285	362	630	752
Fornecedores	100	93	92	112	154	136	151	211	255	230
Impostos CP	100	256	132	90	91	86	141	234	288	434
Outros PC	100	107	103	142	145	151	300	206	295	226
Subtotal PC	100	123	101	98	123	168	222	271	410	457
Subtotal PNC	100	86	157	146	192	249	334	771	985	664
Patrimônio líquido	100	99	93	106	123	124	157	134	67	120
Total do Passivo e PL	100	103	109	112	138	164	214	311	365	337

Fonte: do próprio autor.

Com base na análise horizontal do BP ajustado da Celulose Irani S.A., percebe-se que o total do ativo da empresa cresceu 237% no período de 2000 a 2009. No mesmo período, o Patrimônio Líquido cresceu apenas 20%, indicando uma grande participação de capital de terceiros na empresa, o que poderá impactar a sua margem líquida e, conseqüentemente, o seu resultado.

Pelo lado do ativo, destacam-se duas contas com grande crescimento ao longo do período: (i) a conta Investimento que após ter ficado estável entre 2000 e 2003, apresentou um crescimento de 70.510% em 2006, o que exige uma análise vertical para verificar o impacto dessa variação no BP e; (ii) a conta Realizável a Longo Prazo, que apresentou um elevado crescimento em 2007 e 2008, decrescendo logo em seguida.

Pelo lado do passivo, preocupa o grande crescimento do Passivo Não Circulante (PNC) a partir de 2006, o que explica o aumento da participação de capital de terceiros na empresa, tendo em vista a quase estabilidade do patrimônio líquido. Outro destaque está na conta Empréstimos CP, que chegou ao valor de R\$ 134 milhões em 2009, ou seja, teve um aumento de 652% desde o ano de 2000.

Abaixo são apresentados os resultados da análise vertical do BP da empresa Celulose Irani S.A.

TABELA 3 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA CELULOSE IRANI S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	12,4	0,2	0,6
Clientes	5,3	5,0	11,2	11,3	7,9	13,0	12,6	12,0	13,8	17,7
Estoques	7,5	8,3	9,0	11,9	12,0	12,3	7,2	6,5	6,3	6,3
Outros AC	2,1	1,8	3,2	3,5	5,2	3,8	3,4	0,0	0,0	0,0
Subtotal AC	15,0	15,3	23,9	27,1	25,4	29,4	23,6	30,9	20,4	24,5
Realizáveis a LP	0,7	1,0	1,4	2,2	3,2	3,6	3,0	5,1	9,0	3,9
Investimento	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,8	12,6	7,9	0,0	0,2
Imobilizado	83,2	82,4	74,2	70,5	70,0	65,2	60,5	55,2	64,4	64,8
Intangível	1,1	1,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,3	0,9	6,2	6,7
Subtotal ANC	85,0	84,7	76,1	72,9	74,6	70,6	76,4	69,1	79,6	75,5
Total do Ativo	100									

PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	11,6	12,6	10,5	7,6	8,2	16,4	15,5	13,5	20,1	25,9
Fornecedores	10,5	9,5	8,9	10,5	11,8	8,8	7,4	7,1	7,4	7,2
Impostos CP	3,9	9,6	4,7	3,1	2,6	2,0	2,6	2,9	3,1	5,0
Outros PC	4,1	4,2	3,9	5,2	4,3	3,8	5,7	2,7	3,3	2,7
Subtotal PC	30,1	35,9	27,9	26,4	26,9	31,0	31,2	26,3	33,8	40,8
Subtotal PNC	21,3	17,7	30,5	27,7	29,6	32,3	33,1	52,7	57,4	41,9
Patrimônio líquido	48,6	46,4	41,6	45,9	43,5	36,7	35,7	21,0	8,9	17,3
Total do Passivo e PL	100									

Fonte: do próprio autor.

Olhando as contas do ativo, verifica-se que apesar do grande aumento das contas Investimentos e Realizável a Longo Prazo, conforme apontado pela análise horizontal, essas não tem uma participação considerável na composição do ativo total Celulose Irani S.A.

Destaca-se ainda a queda quase constante do Imobilizado, em termos de participação no ativo da empresa, que foi compensado pelo crescimento da participação da conta Clientes, passando de 5% do ativo em 2001, período no qual foi constatada o menor percentual desta conta, para 17,7% em 2009.

Antecipando-se a análise por índices, percebe-se que o índice de liquidez geral da empresa ficou acima de 1 somente nos anos de 2003 e 2007, sendo que a liquidez imediata ficou muito próxima a zero em todos os anos.

Pelo lado do passivo, percebe-se uma diminuição na participação da conta Fornecedores, que passou de 10,5% do passivo em 2000, para 7,2% em 2009, apesar do crescimento desta conta verificado na análise horizontal, que foi de 130% no período.

A diminuição do PL, em termos de participação na composição do passivo, que passou de 48,6% para 17,3% entre 2000 e 2009, foi compensada pelo aumento do PNC, que aumentou de 21,3% em 2000, para 41,9% em 2009, tendo chegado a 57,4% em 2008.

Abaixo é apresentado a DRE da empresa, que será outra demonstração contábil utilizada para a análise econômico financeira da empresa.

TABELA 4 – DRE DA CELULOSE IRANI S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	137.088	159.720	216.055	321.272	366.046	361.932	377.689	440.347	485.632	482.978
(-) Deduções	-29.958	-33.221	-39.144	-56.805	-79.862	-81.465	-77.120	-89.947	-97.241	-102.192
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	107.130	126.499	176.911	264.467	286.184	280.467	300.569	350.400	388.391	380.786
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-76.788	-94.721	-127.520	-192.134	-207.843	-211.476	-225.803	-260.637	-297.894	-288.026
(=) RESULTADO BRUTO	30.342	31.778	49.391	72.333	78.341	68.991	74.766	89.763	90.497	92.760
(-) Despesas Operacionais	-19.796	-25.743	-33.318	-43.406	-46.932	-56.446	-62.219	-66.558	-79.052	-74.959
Despesas com Vendas	-9.782	-12.798	-18.891	-25.854	-25.224	-29.982	-33.442	-33.575	-40.605	-38.188
Despesas Gerais e Administrativas	-10.014	-12.945	-14.427	-17.552	-21.708	-26.464	-28.777	-32.983	-38.447	-36.771
(+) Receitas Financeiras	2.625	5.291	14.014	10.189	4.723	6.424	6.138	44.851	36.746	75.538
(+) Outras Receitas Operacionais	9.175	9.594	6.573	2.272	2.516	2.357	2.956	2.745	13.234	58.386
(-) Outras Despesas Operacionais	-4.331	-331	-3.487	-141	-103	-407	0	-6.120	-15.028	-18.071
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	18.015	20.589	33.173	41.247	38.545	20.919	21.641	64.681	46.397	133.654
(-) Despesas Financeiras	-11.893	-22.263	-39.306	-23.813	-18.352	-21.099	-22.831	-42.968	-127.935	-62.950
(+/-) Resultado Não Operacional	-343	641	374	423	1.682	827	4.214	353	0	0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSSL E DEDUÇÕES	5.779	-1.033	-5.759	17.857	21.875	647	3.024	22.066	-81.538	70.704
(-) Provisão para IR e CSSL	-1.562	0	0	-7.851	-7.435	-598	-1.831	-9.587	-301	-437
(-) IR Diferido	-704	0	1.102	0	0	0	0	3.942	27.913	-26.197
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	-1.827	-310	0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	2.600	2.890	0	0	0	0	0
(-) Participações Minoritárias	0	0	0	0	0	0	0	1	13	-1
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	3.513	-1.033	-4.657	12.606	17.330	49	974	14.595	-54.223	44.069

Fonte: Instituto Assaf, ajustes realizados pelo próprio autor. Dados em R\$ mil.

Entre os anos de 2000 a 2009, a Receita Bruta cresceu de R\$ 137 milhões para R\$ 482 milhões, enquanto que o Lucro Líquido passou de R\$ 3,5 milhões para R\$ 44 milhões em 2009. Em todo o período analisado, a empresa apresentou resultados negativos em 2001, 2002 e 2008, que foram os piores anos das duas crises deste início do século no Brasil, conforme já explicado anteriormente, a crise de confiança na eleição de Lula e a atual crise financeira mundial.

Ao que tudo indica, os resultados negativos desses anos são explicados pelo aumento das Despesas Financeiras, em proporção maior do que o crescimento do resultado antes dos juros e não operacional. É necessário, contudo, realizar uma análise horizontal para que possamos confirmar essa suposta relação.

Destaca-se aqui o comportamento das Despesas Operacionais, que passaram de R\$ 19 milhões para R\$ 74 milhões entre 2000 e 2009, enquanto que a Receita Bruta variou de R\$ 30 milhões para R\$ 92 milhões no mesmo período.

TABELA 5 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA CELULOSE IRANI S.A.

AH	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	100	117	158	234	267	264	276	321	354	352
(-) Deduções	100	111	131	190	267	272	257	300	325	341
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	118	165	247	267	262	281	327	363	355
(-) Custo dos Produtos Vendidos	100	123	166	250	271	275	294	339	388	375
(=) RESULTADO BRUTO	100	105	163	238	258	227	246	296	298	306
(-) Despesas Operacionais	100	130	168	219	237	285	314	336	399	379
Despesas com Vendas	100	131	193	264	258	306	342	343	415	390
Despesas Gerais e Administrativas	100	129	144	175	217	264	287	329	384	367
(+) Receitas Financeiras	100	202	534	388	180	245	234	1709	1400	2878
(+) Outras Receitas Operacionais	100	105	72	25	27	26	32	30	144	636
(-) Outras Despesas Operacionais	100	8	81	3	2	9	0	141	347	417
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	100	114	184	229	214	116	120	359	258	742
(-) Despesas Financeiras	100	187	330	200	154	177	192	361	1076	529
(+/-) Resultado Não Operacional	100	187	109	123	490	241	1229	103	0	0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSSL E DEDUÇÕES	100	-18	-100	309	379	11	52	382	-1411	1223
(-) Provisão para IR e CSSL	100	0	0	503	476	38	117	614	19	28
(-) IR Diferido	100	0	157	0	0	0	0	560	3965	-3721
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	100	100	100	100	100	100	-119	-1727	-210	100
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	100	100	100	2700	2990	100	100	100	100	100
(-) Participações Minoritárias	100	100	100	100	100	100	100	101	113	99
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	100	-29	-133	359	493	1	28	415	-1543	1254

Fonte: do próprio autor.

A análise horizontal (base fixa no ano de 2000) destacou o comportamento interessante nas contas de receitas brutas e líquidas de vendas nos anos de 2004/2005 e 2008/2009, períodos nos quais essas contas apresentaram um movimento de queda, o que poderá impactar diretamente na margem líquida, uma vez que o custo dos produtos vendidos apresentou movimento crescente em todos os anos.

O comportamento do CPV da empresa também merece destaque, principalmente, que passou de R\$ 76 milhões em 2000, para R\$ 288 milhões em 2009, ou seja, apresentou um crescimento superior ao crescimento da Receita Líquida de vendas. Os anos de maiores crescimento do CPV foram nos anos de 2001/2002, período no qual o IPCA chegou ao seu teto máximo, de 12,53%, e, no ano de 2008, no qual o CPV chegou ao seu valor máximo no período observado, de R\$ 297 milhões.

Baseando-se na análise horizontal realizada, verificou-se também que o lucro líquido da Celulose Irani S.A., no período analisado, cresceu muito mais do que a Receita Bruta, o que indica uma melhoria nos processos internos da empresa, resultando numa margem líquida superior, exceto nos anos de 2001/2002 e 2008, nos quais a ela amargou prejuízo.

Com relação ao crescimento das Despesas Financeiras, quando comparado ao resultado antes dos juros e não operacional, percebe-se que em todos os três anos nos quais a empresa teve prejuízo, que as mesmas foram as principais responsáveis por aquele resultado.

Essa situação pode sugerir um desvio da atividade principal da empresa, que estaria utilizando recursos operacionais para investimento no mercado financeiro, situação muito comum entre as grandes empresas brasileiras, com resultados desastrosos como, por exemplo, o ocorrido com a Sadia S.A. e Aracruz S.A. em 2008, que perderam recursos no mercado de derivativos.

Na tabela a seguir, são apresentados os resultados da análise vertical da Celulose Irani S.A., cujos valores confirmam o peso das Despesas Financeiras em relação às Receitas Líquidas de Vendas, confirmando a tendência de desvio da atividade principal da empresa, uma vez que nos períodos em que não houve crise, essas despesas mantiveram-se estáveis, apesar do aumento da participação de capital de terceiros na composição do passivo da empresa.

TABELA 6 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA CELULOSE IRANI S.A.

AV	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(-) Deduções	21,9	20,8	18,1	17,7	21,8	22,5	20,4	20,4	20,0	21,2
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-71,7	-74,9	-72,1	-72,6	-72,6	-75,4	-75,1	-74,4	-76,7	-75,6
(=) RESULTADO BRUTO	28,3	25,1	27,9	27,4	27,4	24,6	24,9	25,6	23,3	24,4
(-) Despesas Operacionais	-18,5	-20,4	-18,8	-16,4	-16,4	-20,1	-20,7	-19,0	-20,4	-19,7
Despesas com Vendas	-9,1	-10,1	-10,7	-9,8	-8,8	-10,7	-11,1	-9,6	-10,5	-10,0
Despesas Gerais e Administrativas	-9,3	-10,2	-8,2	-6,6	-7,6	-9,4	-9,6	-9,4	-9,9	-9,7
(+) Receitas Financeiras	2,5	4,2	7,9	3,9	1,7	2,3	2,0	12,8	9,5	19,8
(+) Outras Receitas Operacionais	8,6	7,6	3,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	3,4	15,3
(-) Outras Despesas Operacionais	-4,0	-0,3	-2,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-1,7	-3,9	-4,7
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	16,8	16,3	18,8	15,6	13,5	7,5	7,2	18,5	11,9	35,1
(-) Despesas Financeiras	-11,1	-17,6	-22,2	-9,0	-6,4	-7,5	-7,6	-12,3	-32,9	-16,5
(+/-) Resultado Não Operacional	-0,3	0,5	0,2	0,2	0,6	0,3	1,4	0,1	0,0	0,0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSLL E DEDUÇÕES	5,4	-0,8	-3,3	6,8	7,6	0,2	1,0	6,3	-21,0	18,6
(-) Provisão para IR e CSLL	1,5	0,0	0,0	3,0	2,6	0,2	0,6	2,7	0,1	0,1
(-) IR Diferido	0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-7,2	6,9
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,1	0,0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Participações Minoritárias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	-3,3	0,8	2,6	-4,8	-6,1	0,0	-0,3	-4,2	14,0	-11,6

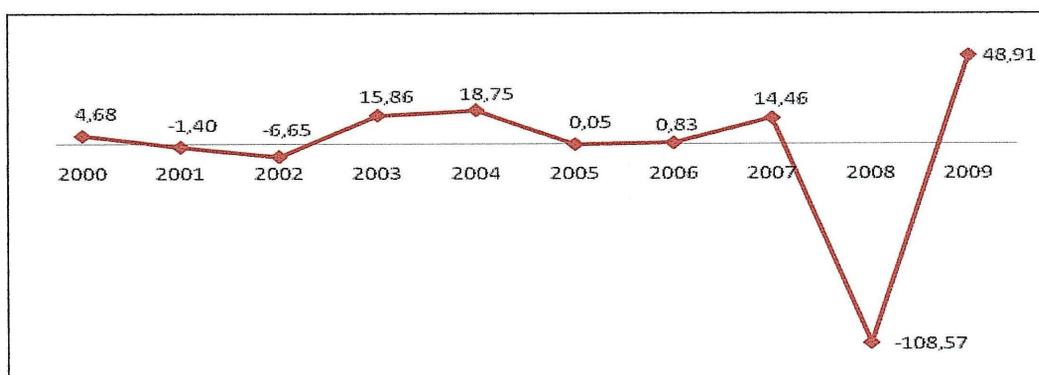
Fonte: do próprio autor.

Na contrapartida do aumento das despesas nos anos de crise, destaca-se o aumento da participação das Receitas Financeiras entre os anos de 2007 a 2009, representando 12,8%, 9,5% e, 19,8%, respectivamente, o que sugere que a empresa está gerando resultados positivos através de aplicações financeiras.

A conta Despesas Operacionais apresentou um crescimento modesto na composição do passivo, passando de 18,5% da Receita Líquida em 2000, para 19,7% em 2009. Contudo, caso comparássemos essa conta com o Resultado Bruto, a proporção aumenta para 65% em 2000, e 81% em 2009.

Para aprofundarmos algumas das conclusões obtidas acima, faz-se necessário uma análise dos índices de rentabilidade da empresa, que nos permitirá, além de confirmar as análises horizontais e verticais, responder a primeira das mais importantes perguntas realizadas pelos acionistas: A empresa cria valor para o investidor? O gráfico abaixo apresenta uma possível resposta a essa questão.

GRÁFICO 4 – ROE DA CELULOSE IRANI S.A.



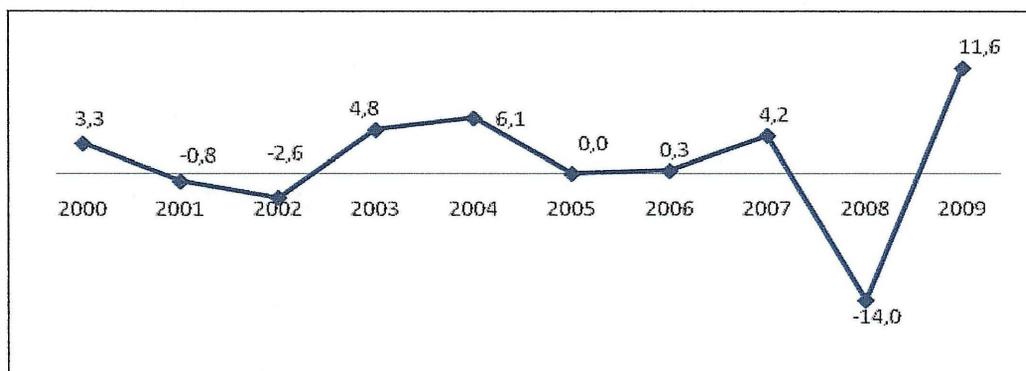
Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem (%)

Analisando a curva da ROE da Celulose Irani S.A., é possível perceber que em toda a série, somente nos anos de 2001, 2002 e 2008 a empresa apresentou retornos negativos sobre o capital investido pelos acionistas, muito embora tenha gerado retorno praticamente nulo em 2005 e 2006. Os piores valores foram obtidos em 2002 e 2008, cujo resultado já era esperado, dado o resultado líquido obtido no final desses anos.

Quando comparado às alternativas de investimento da economia, especificamente com relação ao investimento em títulos públicos, que são remunerados pela taxa de juros SELIC, percebe-se que os seus acionistas estão perdendo valor, pois o ROE só foi superior ao custo de oportunidade nos anos de 2004, 2007 e 2010, nos quais a empresa obteve um retorno, para cada R\$ 100,00 investido pelos seus acionistas, de: 18,75%; 14,46% e; 48,91%; respectivamente.

Uma análise da margem líquida da empresa nos permitirá identificar as possíveis causas para os retornos negativos de 2001/2002 e 2008, o que pode ser visualizado no gráfico abaixo.

GRÁFICO 5 – MARGEM LÍQUIDA DA CELULOSE IRANI S.A.



Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem.

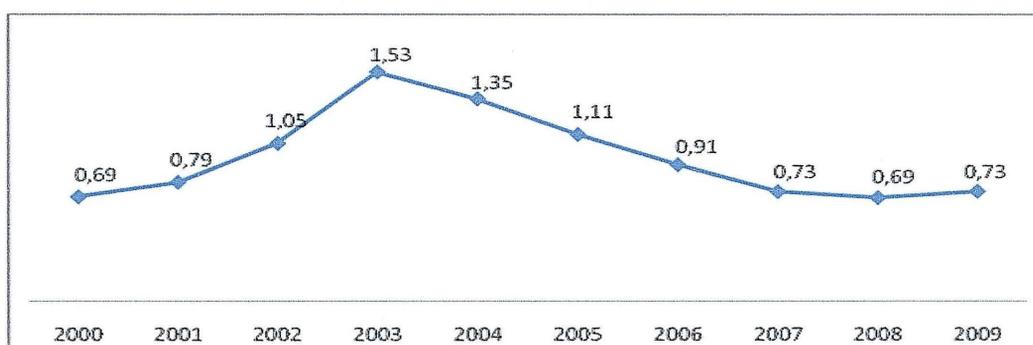
Em 2001, a margem líquida decresceu para o patamar de -0,8%, abaixo da média do período, que foi de 1%. Percebe-se que as margens líquidas negativas impactaram diretamente os ROE de seus respectivos anos.

Destaca-se aqui a elevada margem líquida nos períodos de 2003 e 2004, o que significa a realização de uma boa política de preços nesses períodos, conforme se verifica ao analisarmos o comportamento da receita de vendas na DRE. Outra possível explicação para os valores observados nesses anos, com base na DRE,

está relacionado a incorporação do resultado líquido da empresa de reversões de juros sobre o capital próprio.

As variações na margem líquida são explicadas, ou compensadas, por variações no Giro do Ativo (GA) e no fator de alavancagem, que são outros índices que podem esclarecer algumas ações da empresa quanto a sua política de preços e a sua utilização de capital de terceiros. Por essa razão, apresentamos no gráfico abaixo os valores do índice de giro do ativo.

GRÁFICO 6 – GIRO DO ATIVO DA CELULOSE IRANI S.A.



Fonte: do próprio autor.

Percebe-se dois momentos distintos no giro do ativo da empresa: (i) no período entre 2000 e 2003, há uma melhora do giro do ativo, passando de 0,69 para 1,53, decorrente de uma aumento da Receita Líquida de Vendas em percentuais muito superiores ao crescimento do Ativo e; (ii) o segundo momento a partir de 2004, na qual o giro do ativo apresentou um movimento descendente até 2008, quando chegou novamente a 0,69, decorrente do crescimento do Ativo em ritmo superior ao crescimento da Receita Líquida.

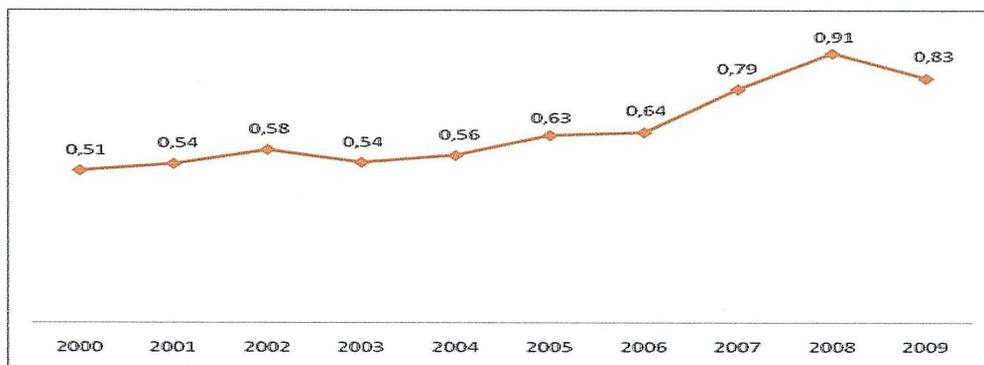
Exceto pelo ano de 2008, o melhor valor para o giro do ativo foi obtido em 2001 e 2002, o contribuiu para compensar a queda da margem líquida da empresa nesses períodos. Analogamente, poderia deduzir-se que esse comportamento positivo do giro do ativo contribuiu para as margens positivas de 2003 e 2004, mas o mesmo não se pode dizer dos períodos de 2005 e 2006, quando o giro do ativo estava em ritmo de queda, embora em patamares elevados, nos quais a margem líquida foi nula ou quase nula.

Quando comparado aos resultados obtidos pelas outras duas empresas, perceberemos que a Celulose Irani S.A. foi aquela que apresentou a maior média de valores para o GA, que foi de 0,96.

Outra questão relevante demonstrada nas análises realizadas até o presente momento é a elevação da utilização de capital de terceiros para financiamento dos investimentos.

O gráfico abaixo apresenta o comportamento do índice de endividamento da empresa durante o período analisado.

GRÁFICO 7 – ENDIVIDAMENTO DA CELULOSE IRANI S.A.

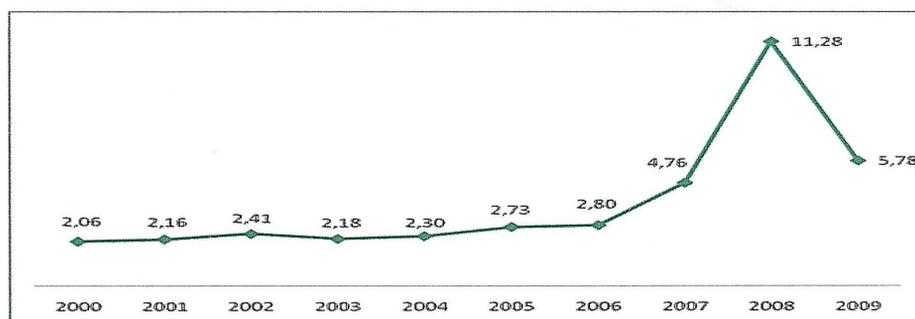


Fonte: do próprio autor.

Conforme sugerido anteriormente, o índice de endividamento da empresa aumentou gradativamente ao longo dos anos, passando de um índice de 0,51 em 2000 para 0,91 em 2008, e 0,83 em 2009. Isso torna a situação da empresa preocupante, pois esses valores estão muito acima do calculado para as outras duas empresas, principalmente nos últimos três períodos, uma vez que a participação de capital de terceiros estava elevadíssima.

Essa situação reflete diretamente no grau de alavancagem da empresa, uma vez que o patrimônio líquido não aumentou significativamente no período observado, ou seja, todos os aumentos dos investimentos na empresa foram financiados por capital de terceiros, conforme verificado no próximo gráfico.

GRÁFICO 8 – ALAVANCAGEM DA EMPRESA CELULOSE IRANI S.A.



Fonte: do próprio autor.

Como era de se esperar, o grau de alavancagem da empresa cresceu consideravelmente nos anos de 2007 a 2009, refletindo o comportamento do endividamento da empresa. Destaca-se que o período de maior endividamento e, conseqüentemente, de maior alavancagem, foi no ano de 2008, que foi o pior ano da crise financeira mundial.

Por mais que um grau de alavancagem financeira seja desejável, certamente a empresa passou do nível de ótimo da relação custo x benefício, que poderia ser calculado, por exemplo, pelo dobro da média do período entre 2000 a 2006, apenas para citar uma das várias maneiras de se avaliar o grau de alavancagem de uma empresa. No presente exemplo, um grau máximo de alavancagem seria o valor de 4,75.

Entretanto, mais importante do que o índice de alavancagem, é o custo dessa alavancagem, uma vez que elevados índices podem comprometer a rentabilidade da empresa.

4.2 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA KLABIN S.A.

Para iniciarmos a análise econômica e financeira da empresa Klabin S.A., apresentamos o BP ajustado da empresa na tabela abaixo:

TABELA 7 – BP AJUSTADO DA KLABIN S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	74.444	68.039	119.823	634.261	1.124.763	1.468.444	2.290.181	2.098.641	1.702.698	2.051.526
Clientes	67.725	286.604	473.035	354.635	487.933	347.799	388.358	434.357	633.080	553.614
Estoques	37.231	241.095	291.805	243.979	269.761	256.797	275.956	336.146	437.092	431.047
Outros AC	17.762	142.836	137.181	248.334	150.221	154.285	187.907	192.973	407.549	352.928
Subtotal AC	197.162	738.574	1.021.844	1.481.209	2.032.678	2.227.325	3.142.402	3.062.117	3.180.419	3.389.115
Realizáveis a LP	60.110	311.262	480.342	463.590	365.579	383.896	304.420	524.136	706.397	464.565
Investimento	283	93.302	70.225	10.222	10.036	9.915	2.634	66.870	8.700	11.552
Imobilizado	465.525	2.927.085	2.921.101	1.767.542	1.899.980	2.049.509	2.616.263	4.195.403	4.299.443	4.077.402
Intangível	30.093	364.689	252.415	102.335	59.879	24.977	57.734	161.277	47.241	55.098
Subtotal ANC	556.011	3.696.338	3.724.083	2.343.689	2.335.474	2.468.297	2.981.051	4.947.686	5.061.781	4.608.617
Total do Ativo	753.173	4.434.912	4.745.927	3.824.898	4.368.152	4.695.622	6.123.453	8.009.803	8.242.200	7.997.732
PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	101.802	1.126.685	1.135.431	421.891	396.103	603.164	285.548	243.309	479.262	694.798
Fornecedores	15.345	157.720	231.842	105.618	136.894	174.793	212.514	577.176	215.546	189.696
Impostos CP	13.224	51.895	36.298	84.617	97.424	56.123	33.473	73.608	42.916	52.021
Outros PC	29.612	133.689	627.834	297.469	207.474	176.442	541.052	236.604	105.644	517.592
Subtotal PC	159.983	1.469.989	2.031.405	909.595	837.895	1.010.522	1.072.587	1.130.697	843.368	1.454.107
Subtotal PNC	189.583	1.606.044	1.566.618	1.097.602	1.363.382	1.343.138	2.477.842	4.009.442	5.123.843	4.099.942
Patrimônio líquido	403.607	1.358.879	1.147.904	1.817.701	2.166.875	2.341.962	2.573.024	2.869.664	2.274.989	2.443.683
Total do Passivo e PL	753.173	4.434.912	4.745.927	3.824.898	4.368.152	4.695.622	6.123.453	8.009.803	8.242.200	7.997.732

Fonte: Instituto Assaf. Dados em R\$ mil.

A primeira constatação na visualização dos resultados acima é de que a empresa aumentou em 10 vezes o tamanho do seu ativo total no período, passando

de R\$ 753 milhões para quase 8 bilhões em 2009, apesar de ter ocorrido em 2003 uma queda no mesmo.

Percebe-se também que o Patrimônio Líquido da empresa aumentou consideravelmente ao longo do tempo, crescendo 6 vezes no período, de R\$ 403 milhões para R\$ 2,4 bilhões em 2009. Outro destaque é o crescimento expressivo da conta Imobilizado, pelo lado do ativo, que chegou a R\$ 4 bilhões em 2009, sendo que em 2000 era de R\$ 465 milhões.

De maneira geral, houve um crescimento em todas as contas da empresa Klabin S.A., cujas comparações são melhores visualizadas na análise horizontal do BP da empresa, apresentada na tabela abaixo.

TABELA 8 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BP DA KLABIN S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	100	91	161	852	1511	1973	3076	2819	2287	2756
Clientes	100	423	698	524	720	514	573	641	935	817
Estoques	100	648	784	655	725	690	741	903	1174	1158
Outros AC	100	804	772	1398	846	869	1058	1086	2294	1987
Subtotal AC	100	375	518	751	1031	1130	1594	1553	1613	1719
Realizáveis a LP	100	518	799	771	608	639	506	872	1175	773
Investimento	100	32969	24814	3612	3546	3504	931	23629	3074	4082
Imobilizado	100	629	627	380	408	440	562	901	924	876
Intangível	100	1212	839	340	199	83	192	536	157	183
Subtotal ANC	100	665	670	422	420	444	536	890	910	829
Total do Ativo	100	589	630	508	580	623	813	1063	1094	1062
PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	100	1107	1115	414	389	592	280	239	471	682
Fornecedores	100	1028	1511	688	892	1139	1385	3761	1405	1236
Impostos CP	100	392	274	640	737	424	253	557	325	393
Outros PC	100	451	2120	1005	701	596	1827	799	357	1748
Subtotal PC	100	919	1270	569	524	632	670	707	527	909
Subtotal PNC	100	847	826	579	719	708	1307	2115	2703	2163
Patrimônio líquido	100	337	284	450	537	580	638	711	564	605
Total do Passivo e PL	100	589	630	508	580	623	813	1063	1094	1062

Fonte: do próprio autor.

No período observado, destaca-se o elevado aumento de todas as contas da empresa no ano de 2001, com destaques para, do lado do ativo, as contas investimentos, com dois picos de crescimento verificados em 2001 e 2007, e a conta disponibilidades, que aumentou 2.656% em 2009, quando comparado a 2000.

Pelo lado do passivo, além da variação do Patrimônio Líquido, destaca-se o crescimento das contas Empréstimos de Curto Prazo e Fornecedores, em 2001, e do crescimento generalizado do PNC, o que sugere um aumento da participação de capitais de terceiros na empresa.

Aqui cabe um adendo, no sentido de explicitar ao leitor que as alterações normativas do CPC entre os anos de 2000 e 2001 podem ter alterado a maneira

como as contas do BP da Klabin S.A. foram calculados, o que explicaria a grande variação citada acima.

Para uma melhor ponderação sobre os resultados da análise horizontal, apresentamos abaixo uma tabela com a análise vertical dessas contas do BP.

TABELA 9 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA KLABIN S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	9,9	1,5	2,5	16,6	25,7	31,3	37,4	26,2	20,7	25,7
Clientes	9,0	6,5	10,0	9,3	11,2	7,4	6,3	5,4	7,7	6,9
Estoques	4,9	5,4	6,1	6,4	6,2	5,5	4,5	4,2	5,3	5,4
Outros AC	2,4	3,2	2,9	6,5	3,4	3,3	3,1	2,4	4,9	4,4
Subtotal AC	26,2	16,7	21,5	38,7	46,5	47,4	51,3	38,2	38,6	42,4
Realizáveis a LP	8,0	7,0	10,1	12,1	8,4	8,2	5,0	6,5	8,6	5,8
Investimento	0,0	2,1	1,5	0,3	0,2	0,2	0,0	0,8	0,1	0,1
Imobilizado	61,8	66,0	61,5	46,2	43,5	43,6	42,7	52,4	52,2	51,0
Intangível	4,0	8,2	5,3	2,7	1,4	0,5	0,9	2,0	0,6	0,7
Subtotal ANC	73,8	83,3	78,5	61,3	53,5	52,6	48,7	61,8	61,4	57,6
Total do Ativo	100									

PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	13,5	25,4	23,9	11,0	9,1	12,8	4,7	3,0	5,8	8,7
Fornecedores	2,0	3,6	4,9	2,8	3,1	3,7	3,5	7,2	2,6	2,4
Impostos CP	1,8	1,2	0,8	2,2	2,2	1,2	0,5	0,9	0,5	0,7
Outros PC	3,9	3,0	13,2	7,8	4,7	3,8	8,8	3,0	1,3	6,5
Subtotal PC	21,2	33,1	42,8	23,8	19,2	21,5	17,5	14,1	10,2	18,2
Subtotal PNC	25,2	36,2	33,0	28,7	31,2	28,6	40,5	50,1	62,2	51,3
Patrimônio líquido	53,6	30,6	24,2	47,5	49,6	49,9	42,0	35,8	27,6	30,6
Total do Passivo e PL	100									

Fonte: do próprio autor.

Com base na análise vertical, verificamos que o expressivo aumento da conta Investimentos não representou grandes mudanças na estrutura da empresa, uma vez que esta conta tem uma participação muito baixa na composição do ativo. Verifica-se também, que a conta Disponibilidades tem uma participação expressiva na composição do ativo total, tendo chegado a 37,4% em 2006, o que corrobora o crescimento percebido pela análise horizontal, muito embora a participação desta conta no ativo tenha diminuído entre 2006 e 2009 para 25,7%.

Há uma queda na participação da conta Clientes na composição do ativo, que passou de 9% em 2000, para 6,9% em 2009, apesar do crescimento verificado na análise horizontal. Com relação a conta Imobilizado, apesar do crescimento de R\$ 465 milhões para R\$ 4 bilhões entre 2000 e 2009, a participação desta conta na composição do Ativo caiu de 61% para 51% no mesmo período.

Outra importante revelação mostrada pela análise vertical está ligada a participação da conta Patrimônio Líquido na composição do passivo, que diminuiu ao longo do período, passando de 53,6% em 2000, para 30,6% em 2009. Ainda no lado do passivo, verificou-se que o PNC passou de 25,2% para 51,3% entre os anos de 2000 e 2009, o que caracteriza uma inversão na relação capital de terceiros x capital próprio.

A relação capital de terceiros x capital próprio passou de 0,87 em 2000, para 2,27 em 2009, o que confirma a análise vertical realizada acima, muito embora a média do período tenha sido de 1,75, sendo que os maiores valores foram observados nos anos de 2002/2003 e 2008/2009.

Todas essas alterações nas contas do BP da empresa Klabin S.A. são reflexo das variações percebidas na DRE, cujos valores estão demonstrados abaixo:

TABELA 10 – DRE AJUSTADA DA KLABIN S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	401.226	834.022	3.162.542	3.386.713	3.201.671	3.235.881	3.246.655	3.365.195	3.714.242	3.590.924
(-) Deduções	-16.617	-72.177	-348.498	-396.643	-472.212	-529.573	-533.857	-568.753	-617.662	-630.745
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	384.609	761.845	2.814.044	2.970.070	2.729.459	2.706.308	2.712.798	2.796.442	3.096.580	2.960.179
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-134.973	-414.124	-1.548.789	-1.623.824	-1.473.250	-1.680.834	-1.749.944	-1.870.122	-2.286.667	-2.185.027
(=) RESULTADO BRUTO	249.636	347.721	1.265.255	1.346.246	1.256.209	1.025.474	962.854	926.320	809.913	775.152
(-) Despesas Operacionais	-66.620	-158.582	-552.434	-631.705	-444.071	-472.073	-447.068	-445.036	-504.060	-476.953
Despesas com Vendas	-52.585	-103.056	-384.624	-358.878	-291.163	-308.794	-270.651	-264.241	-318.333	-300.047
Despesas Gerais e Administrativas	-14.035	-55.528	-167.810	-272.827	-152.908	-163.279	-176.417	-180.795	-185.727	-176.906
(+) Receitas Financeiras	3.703	-1.739	63.507	35.934	75.414	152.468	352.421	238.351	306.472	84.040
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial	1.890	-1.639	-439	-704	-288	-151	-405	-200	-238	0
(+) Outras Receitas Operacionais	572	5.595	15.585	28.099	3.378	19.385	34.311	0	48.952	96.651
(-) Outras Despesas Operacionais	0	-23.318	-76.940	-88.882	-56.917	-63.329	-83.763	-7.147	-29.706	-85.881
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	189.181	168.038	714.534	688.988	833.725	661.774	818.350	712.288	631.333	393.009
(-) Despesas Financeiras	-49.110	-33.009	-1.030.672	-484.871	-231.598	-308.159	-220.393	112.551	-1.211.680	360.159
(+/-) Resultado Não Operacional	-9.953	3.607	-12.016	924.115	-7.642	-2.551	2.421	0	0	0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSLL E DEDUÇÕES	130.118	138.636	-328.154	1.128.232	594.485	353.064	600.378	824.839	-580.347	753.168
(-) Provisão para IR e CSLL	-42.946	-59.772	122.612	-73.480	-83.029	-47.587	-16.023	-150.176	-10.198	-244.206
(-) IR Diferido	0	0	0	-51.796	-26.687	29.461	-96.714	-56.051	251.113	-173.100
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(*) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Participações Minoritárias	-27	-254	-2754	-2077	-29225	-25830	-14149	-14989	-9.214	-2.955
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	87.145	78.610	-208.296	1.000.879	455.544	309.108	473.492	603.623	-348.646	332.907

Fonte: Instituto Assaf, ajustes realizados pelo próprio autor. Dados em R\$ mil.

Percebe-se na DRE acima, que a Receita Bruta de Vendas da empresa passou de R\$ 401 milhões em 2000 para R\$ 3,59 bilhões em 2009, ou seja, um crescimento de 795% ao longo dos dez anos da série. Esse resultado refletiu diretamente sobre a Receita Líquida de Vendas, que passou de R\$ 384 milhões em 2000, para R\$ 2,9 bilhões em 2009.

O Resultado Líquido não apresentou um crescimento tão expressivo quanto ao crescimento das vendas, além disso, a empresa teve dois resultados negativos, nos anos de 2002 e 2008, o que reflete os efeitos da piora do ambiente macroeconômico nacional e internacional sobre os resultados da empresa, conforme esclarecido anteriormente, muito embora esses resultados negativos sejam decorrência direta das Despesas Financeiras registradas nesses anos, cujos valores ultrapassaram a marca de R\$ 1 bilhão em cada ano.

Em contrapartida, o ano de maior lucro líquido foi em 2004, devido principalmente ao Resultado Não Operacional, que apresentou um resultado positivo de R\$ 924 milhões, o que fez o lucro da empresa passar de R\$ 1 bilhão. Na média do período, a empresa obteve um resultado líquido positivo de R\$ 270 milhões, tornando-a uma empresa rentável para os acionistas.

A tabela abaixo apresenta a análise horizontal das contas da DRE.

TABELA 11 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA KLABIN S.A.

DRE	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECÉIITA BRUTA DE VENDAS	100	208	788	839	798	806	809	839	926	895
(-) Deduções	100	434	2097	2387	2842	3187	3213	3423	3717	3796
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	198	732	772	710	704	705	727	805	770
(-) Custo dos Produtos Vendidos	100	307	1147	1203	1092	1245	1297	1386	1694	1619
(=) RESULTADO BRUTO	100	139	507	539	503	411	386	371	324	311
(-) Despesas Operacionais	100	238	829	948	667	709	671	688	757	716
Despesas com Vendas	100	196	731	682	554	587	515	503	605	571
Despesas Gerais e Administrativas	100	396	1196	1944	1089	1163	1257	1288	1323	1260
(+) Receitas Financeiras	100	-47	1715	970	2037	4117	9517	6437	8276	2270
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial	100	-87	-23	-37	-15	-8	-21	-11	-13	0
(+) Outras Receitas Operacionais	100	978	2725	4912	591	3389	5998	0	8558	16897
(-) Outras Despesas Operacionais	100	-2.331.800	-7.694.000	-8.888.200	-5.691.700	-6.332.900	-8.376.300	-714.700	-2.970.600	-8.588.100
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	100	89	378	364	441	350	433	377	334	208
(-) Despesas Financeiras	100	-67	-2099	-987	-472	-623	-449	229	-2467	733
(+/-) Resultado Não Operacional	100	36	-121	9285	-77	-26	24	0	0	0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSSL E DEDUÇÕES	100	107	-252	867	457	271	461	634	-446	579
(-) Provisão para IR e CSSL	100	139	-286	171	193	111	37	350	24	569
(-) IR Diferido	100	0	0	-5.179.600	-2.668.700	2.946.100	-9.671.400	-5.605.100	25.111.300	-17.310.000
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Participações Minoritárias	100	941	10200	7693	108241	95667	52404	55515	34126	10944
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	101	91	-241	1160	528	358	549	700	-404	386

Fonte: do próprio autor.

Um destaque da análise horizontal está relacionado ao CPV da Klabin S.A., que apresentou um crescimento de mais de 1500% quando comparado as outras contas da empresa, passando de R\$ 134 milhões em 2000, para R\$ 2,185 bilhões em 2009.

A análise horizontal confirma o comportamento intrigante da conta Despesas Financeiras nos anos de 2002 e 2008, sugerindo um desvio na atividade principal da empresa, como também foi percebido na empresa Celulose Irani S.A. Essa conta apresentou uma variação negativa considerável nos anos de 2002 e 2008, compensado o resultado da conta Receitas Financeiras nesses mesmos anos, ou seja, o resultado líquido das operações financeiras da empresa foi negativo.

Destaca-se que a conta Resultados Não Operacionais apresentou um elevado crescimento no ano de 2003, chegando ao valor de R\$ 924 milhões, sendo este um dos dois únicos períodos na qual esta conta teve resultado positivo.

A análise da variação das contas Outras Despesas Operacionais e IR Diferido devem ser feitas com base na análise vertical, ver gráfico abaixo, para verificar se as mesmas têm participação relevante na composição da DRE.

Conforme se verifica na tabela a seguir, as contas Outras Despesas Operacionais e IR Diferido não têm participação relevante na composição das contas da DRE da empresa Klabin S.A., o que torna insignificante a variação percebida nessas contas na análise horizontal.

TABELA 12 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA KLABIN S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(-) Deduções	4,1	8,7	11,0	11,8	14,7	16,4	16,4	16,9	16,6	17,6
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-35,1	-54,4	-55,0	-54,7	-54,0	-62,1	-64,5	-66,9	-73,8	-73,8
(=) RESULTADO BRUTO	64,9	45,6	45,0	45,3	46,0	37,9	35,6	33,1	26,2	26,2
(-) Despesas Operacionais	-17,3	-20,8	-19,6	-21,3	-16,3	-17,4	-16,5	-15,9	-16,3	-16,1
Despesas com Vendas	-13,7	-13,5	-13,7	-12,1	-10,7	-11,4	-10,0	-9,4	-10,3	-10,1
Despesas Gerais e Administrativas	-3,6	-7,3	-6,0	-9,2	-5,6	-6,0	-6,5	-6,5	-6,0	-6,0
(+) Receitas Financeiras	1,0	-0,2	2,3	1,2	2,8	5,6	13,0	8,5	9,9	2,8
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Outras Receitas Operacionais	0,1	0,7	0,6	0,9	0,1	0,7	1,3	0,0	1,6	3,3
(-) Outras Despesas Operacionais	0,0	-3,1	-2,7	-3,0	-2,1	-2,3	-3,1	-0,3	-1,0	-2,9
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	49,2	22,1	25,4	23,2	30,5	24,5	30,2	25,5	20,4	13,3
(-) Despesas Financeiras	-12,8	-4,3	-36,6	-16,3	-8,5	-11,3	-8,1	4,0	-39,1	12,2
(+/-) Resultado Não Operacional	-2,6	0,5	-0,4	31,1	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSSL E DEDUÇÕES	33,8	18,2	-11,7	38,0	21,8	13,0	22,1	29,5	-18,7	25,4
(-) Provisão para IR e CSSL	-11,2	-7,8	4,4	-2,5	-3,0	-1,8	-0,6	-5,4	-0,3	-8,2
(-) IR Diferido	0,0	0,0	0,0	-1,7	-1,0	1,1	-3,6	-2,0	8,1	-5,8
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Participações Minoritárias	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-1,1	-1,0	-0,5	-0,5	-0,3	-0,1
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	22,7	10,3	-7,4	33,7	16,7	11,4	17,5	21,6	-11,3	11,2

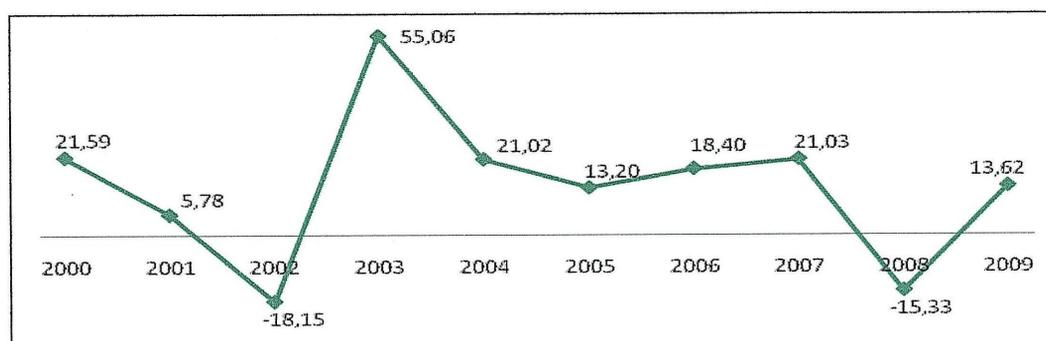
Fonte: do próprio autor.

Percebe-se também que a elevação do CPV na composição da DRE, no período observado, que passou de 35,5% em 2000 para 73,8% em 2009, confirma o resultado da análise horizontal dessa conta, na qual se verificou que o CPV subiu mais do que a Receita Líquida da empresa, gerando um impacto direto no Resultado Bruto da empresa.

Outro ponto de destaque está na diminuição do Resultado Antes dos Juros e Não Operacional, que passou de 49,2% da Receita Líquida para 13,3% em 2009, acompanhando o movimento de queda da Receita Bruta. Por fim, cabe destacar o elevado Resultado Líquido apresentado nos períodos positivos, o que não foi verificado, por exemplo, com a empresa Celulose Irani S.A.

Entretanto, apenas uma análise do ROE da empresa nos permitirá concluir em até quanto esses elevados lucros corresponderam às expectativas de retorno dos acionistas. O gráfico abaixo apresenta os índices de rentabilidade da empresa Klabin S.A.

GRÁFICO 9 – ROE DA KLABIN S.A.

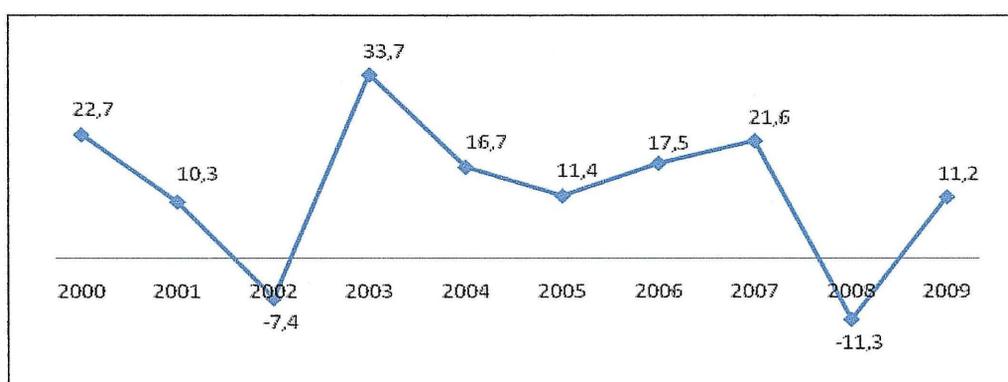


Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem (%).

Visualizando o gráfico da ROE da empresa Klabin S.A., percebemos que ele tem um comportamento muito parecido com o da empresa Celulose Irani S.A., indicando que os mesmos problemas que afetaram aquela empresa, principalmente os ligados a conjuntura econômica do país, podem ter afetado a Klabin S.A.

Percebe-se que apenas em 2001, 2002, 2005 e 2008 a empresa não apresentou um ROE acima da taxa SELIC daquele ano, sendo que em 2002 e 2008 a Klabin S.A. apresentou prejuízos. Podemos esperar, portanto, um comportamento da margem líquida semelhante ao apresentado pela Celulose Irani S.A.? O gráfico abaixo fornece essa resposta.

GRÁFICO 10 – MARGEM LÍQUIDA DA KLABIN S.A.



Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem (%)

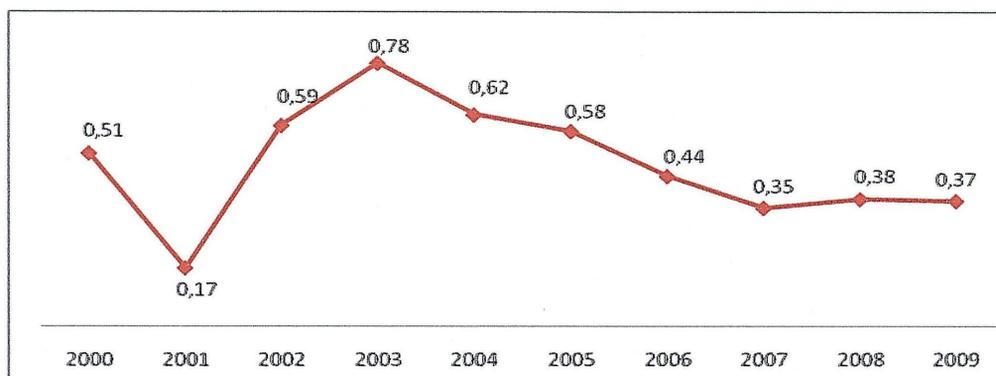
Analisando o gráfico da margem líquida da empresa Klabin S.A., percebe-se que ele tem o mesmo comportamento do gráfico do índice de rentabilidade, assim como da margem líquida da Celulose Irani S.A., embora em patamares superiores. O que significa dizer que no ano de 2000, de cada R\$ 100,00 de vendas líquidas realizadas, a empresa Klabin S.A. obteve R\$ 22,70 de lucro líquido.

Contudo, nos anos de 2001/2002, 2004/2005 e 2008, a margem líquida da empresa apresentou um comportamento declinante, compatível com o aumento dos custos operacionais nesses anos. Reiteramos o fato de que no ano de 2002 e 2008, devido às elevadas Despesas Financeiras, a empresa apresentou prejuízo, o que comprometeu a margem líquida e a rentabilidade da empresa.

Para confirmar essa análise devemos verificar como se comportou o giro do ativo da Klabin S.A., que é um indicador que influencia na ROE da empresa, uma vez que, em conjunto com a margem líquida e o fator de alavancagem, é um impulsionador do ROE.

O gráfico abaixo apresenta os índices do giro do ativo da empresa Klabin S.A.

GRÁFICO 11 – GIRO DO ATIVO DA KLABIN S.A.



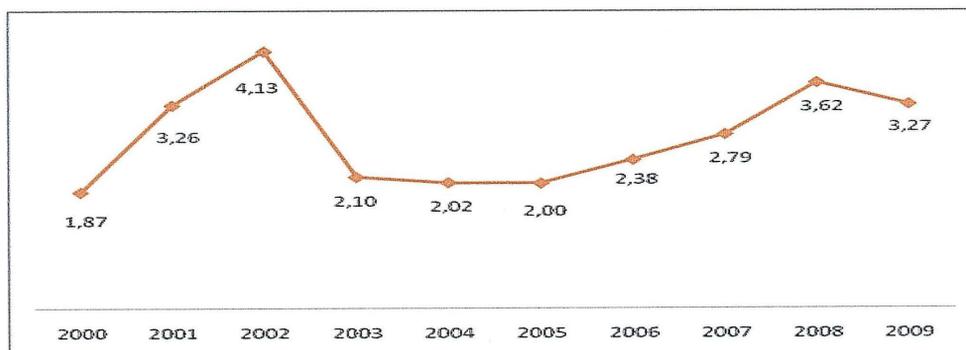
Fonte: do próprio autor.

A empresa Klabin S.A. também apresentou no ano de 2003 o maior valor de giro do ativo, que chegou a 0,78, quando comparado ao da empresa Celulose Irani S.A. Entretanto, aquela empresa apresentou uma melhor estratégia competitiva no período de 2000 a 2003, principalmente no ano de 2001, resultando em crescimento do seu giro do ativo.

A tendência da curva a partir de 2003 é de queda para ambas as empresas e, no caso da Klabin S.A. dado o comportamento da margem líquida, verificamos que o giro do ativo não conseguiu compensar os movimentos desta queda, fazendo com que o ROE da Klabin S.A. assumisse curvatura semelhante ao do gráfico da margem líquida.

O último fator que pode influenciar no ROE é a alavancagem dos ativos da empresa, cujos índices para os períodos analisados estão no gráfico abaixo.

GRÁFICO 12 – ALAVANCAGEM DA KLABIN S.A



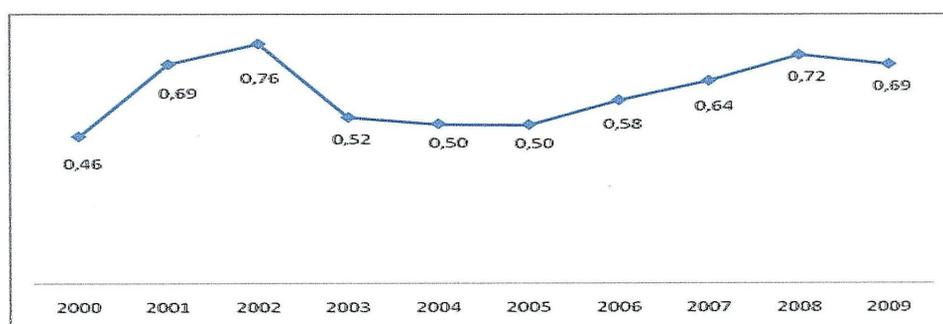
Fonte: do próprio autor.

A curva do gráfico de alavancagem dos ativos apresentou comportamento divergente da verificada no gráfico da margem líquida, enquanto aquela decrescia, a alavancagem da empresa aumentava, e vice versa, a exceção do período entre 2006 e 2007. Dessa maneira, a queda na margem líquida foi, em parte, compensada pela elevada alavancagem do patrimônio líquido, embora, dependendo da estratégia da empresa, essa relação não seja benéfica para valores muito elevados desse índice.

Outro fato que chama a atenção é o crescimento do ativo entre 2001/2002 e 2007/2008, que contribuiu para os elevados valores desse índice, apesar da variação do patrimônio líquido, já comentado na análise horizontal.

Outra questão de destaque da empresa Klabin S.A. está ligado ao grau de endividamento da empresa, visualizado no gráfico abaixo.

GRÁFICO 13 – ENDIVIDAMENTO DA KLABIN S.A



Fonte: do próprio autor.

O gráfico que demonstra a curva de endividamento da Klabin S.A. apresenta curvatura semelhante ao da alavancagem da empresa, ou seja, atuando no sentido oposto da ROE e da margem líquida, embora esse índice não afete, em tese, a rentabilidade da empresa, pois não atua diretamente sobre os impulsionadores da ROE.

Verifica-se que somente no ano de 2000 a empresa teve mais da metade dos seus ativos financiados por capital próprio, apresentando nos anos de 2002 e 2008 os maiores índices desses indicadores, ou seja, naqueles anos em que o resultado líquido da empresa foi negativo.

Por último, serão analisadas as demonstrações contábeis da última empresa escolhida, a Suzano Papel e Celulose S.A., que será tratada daqui em diante apenas por Suzano S.A.

4.3 ANÁLISE ECONÔMICO FINANCEIRA DA SUZANO S.A.

A empresa Suzano Papel e Celulose S.A. é a maior dentre as três empresas selecionadas do setor de papel e celulose, conforme se verifica pela análise dos valores do seu BP ajustado na tabela abaixo.

TABELA 13 – BP AJUSTADO DA SUZANO S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	137.243	341.723	302.263	1.332.451	1.086.220	1.081.878	1.500.112	1.325.517	2.176.312	2.533.285
Clientes	93.228	117.188	179.749	436.463	572.574	714.141	764.586	731.982	790.042	621.195
Estoques	80.329	86.192	104.014	383.841	405.995	463.068	576.073	695.461	881.568	605.657
Outros AC	11.647	47.953	605.182	117.933	142.246	158.279	140.028	360.442	558.788	388.118
Subtotal AC	322.447	593.056	1.191.208	2.270.688	2.207.035	2.417.366	2.980.799	3.113.402	4.406.710	4.148.255
Realizáveis a LP	220.619	216.011	189.960	298.344	297.730	348.289	482.322	928.280	1.165.436	1.134.073
Investimento	-	290.612	1.240	23.622	25.796	484.978	749.862	557.111	8.100	13.843
Imobilizado	1.849.098	1.862.183	2.014.513	3.060.498	3.459.870	4.085.334	5.943.201	6.811.219	6.876.776	6.961.336
Intangível	21.124	16.809	16.831	345.340	1.418	3.728	4.397	46.925	501.457	501.462
Subtotal ANC	2.090.841	2.385.615	2.222.544	3.727.804	3.784.814	4.922.329	7.179.782	8.343.535	8.551.769	8.610.714
Total do Ativo	2.413.288	2.978.671	3.413.752	5.998.492	5.991.849	7.339.695	10.160.581	11.456.937	12.958.479	12.758.969
PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	343.324	642.504	453.554	1.444.468	789.680	982.020	556.004	701.534	1.703.942	1.287.752
Fornecedores	21.274	26.807	37.252	152.479	133.730	158.593	190.345	345.814	277.318	268.050
Impostos CP	3.663	5.653	5.836	14.953	19.117	22.785	51.736	80.729	59.916	64.698
Outros PC	84.689	76.090	150.102	252.690	226.582	274.531	198.469	215.935	315.417	519.551
Subtotal PC	452.950	751.054	646.744	1.864.590	1.169.109	1.437.929	996.554	1.344.012	2.356.593	2.140.051
Subtotal PNC	553.622	729.650	1.141.044	1.699.403	2.076.479	2.792.269	5.150.541	5.721.269	6.865.227	6.235.138
Patrimônio líquido	1.406.716	1.497.967	1.625.964	2.434.499	2.746.261	3.109.497	4.013.486	4.391.656	3.736.659	4.383.780
Total do Passivo e PL	2.413.288	2.978.671	3.413.752	5.998.492	5.991.849	7.339.695	10.160.581	11.456.937	12.958.479	12.758.969

Fonte: Instituto Assaf. Dados em R\$ mil.

O ativo total da Suzano S.A. foi de R\$ 12,75 bilhões no ano de 2009, tornando-a uma das maiores empresas do Brasil. Deste montante, a empresa apresenta R\$ 4,3 bilhões de patrimônio líquido e R\$ 2,1 bilhões de passivo circulante e R\$ 6,2 de passivo não circulante, totalizando R\$ 8,37 bilhões.

Pelo lado do ativo, o destaque está na conta Imobilizado, que chegou ao valor de R\$ 6,9 bilhões em 2009, frente o montante de R\$ 1,84 bilhão em 2000. No geral, os valores da conta Imobilizado, das três empresas analisadas, reflete a estrutura física característica das empresas do setor de papel e celulose, ou seja, com uma boa parte do recursos aplicados em fábricas e equipamentos.

Antecipando a análise por índices, cabe ressaltar que a empresa inverteu o seu índice de liquidez geral no período, que passou de 0,71 em 2000, para 1,94 em 2009. O mesmo comportamento é percebido no índice de liquidez imediata, que evoluiu de 0,30 para 1,18 no mesmo período.

Destaca-se que, embora pareça expressivo, o crescimento da empresa ficou abaixo do verificado para a empresa Klabin S.A., conforme se verifica na próxima tabela, que apresenta a análise horizontal do BP da empresa Suzano S.A.

TABELA 14 – ANÁLISE HORIZONTAL DO BP DA SUZANO S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	100	249	220	971	791	788	1093	966	1586	1846
Clientes	100	126	193	468	614	766	820	785	847	666
Estoques	100	107	129	478	505	576	717	866	1097	754
Outros AC	100	412	5196	1013	1221	1359	1202	3095	4798	3332
Subtotal AC	100	184	369	704	684	750	924	966	1367	1286
Realizáveis a LP	100	98	86	135	135	158	219	421	528	514
Investimento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	100	101	109	166	187	221	321	368	372	376
Intangível	100	80	80	1635	7	18	21	222	2374	2374
Subtotal ANC	100	114	106	178	181	235	343	399	409	412
Total do Ativo	100	123	141	249	248	304	421	475	537	529

PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	100	187	132	421	230	286	162	204	496	375
Fornecedores	100	126	175	717	629	745	895	1626	1304	1260
Impostos CP	100	154	159	408	522	622	1412	2204	1636	1766
Outros PC	100	90	177	298	268	324	234	255	372	613
Subtotal PC	100	166	143	412	258	317	220	297	520	472
Subtotal PNC	100	132	206	307	375	504	930	1033	1240	1126
Patrimônio líquido	100	106	116	173	195	221	285	312	266	312
Total do Passivo e PL	100	123	141	249	248	304	421	475	537	529

Fonte: do próprio autor.

O crescimento do ativo da Suzano S.A. foi de 5 vezes o seu tamanho inicial, com destaque para o crescimento verificado na conta Disponibilidades, que aumentou 1.745% no período analisado. A conta Intangível também apresentou um comportamento interessante, principalmente a partir de 2007, mas com destaque para o ano de 2008 e 2009, quando alcançou a marca de R\$ 501 milhões.

Pelo lado do passivo, verifica-se que o Patrimônio Líquido da empresa aumentou 212%, embora menor do que o aumento percebido na empresa Klabin S.A. Entretanto, essa variação indica que ambas as empresas, ao contrário da Celulose Irani S.A., têm reinvestido os seus lucros no próprio negócio, apesar da distribuição de lucros aos acionistas, o que não se verificou na Celulose Irani S.A.

Com base na análise vertical, será possível verificar se essas variações citadas provocaram grandes alterações na estrutura do BP da Suzano S.A.

TABELA 15 – ANÁLISE VERTICAL DO BP DA SUZANO S.A.

ATIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Disponibilidades	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	12,4	0,2	0,6
Clientes	5,3	5,0	11,2	11,3	7,9	13,0	12,6	12,0	13,8	17,7
Estoques	7,5	8,3	9,0	11,9	12,0	12,3	7,2	6,5	6,3	6,3
Outros AC	2,1	1,8	3,2	3,5	5,2	3,8	3,4	0,0	0,0	0,0
Subtotal AC	15,0	15,3	23,9	27,1	25,4	29,4	23,6	30,9	20,4	24,5
Realizáveis a LP	0,7	1,0	1,4	2,2	3,2	3,6	3,0	5,1	9,0	3,9
Investimento	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,8	12,6	7,9	0,0	0,2
Imobilizado	83,2	82,4	74,2	70,5	70,0	65,2	60,5	55,2	64,4	64,8
Intangível	1,1	1,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,3	0,9	6,2	6,7
Subtotal ANC	85,0	84,7	76,1	72,9	74,6	70,6	76,4	69,1	79,6	75,5
Total do Ativo	100									

PASSIVO	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empréstimos CP	11,6	12,6	10,5	7,6	8,2	16,4	15,5	13,5	20,1	25,9
Fornecedores	10,5	9,5	8,9	10,5	11,8	8,8	7,4	7,1	7,4	7,2
Impostos CP	3,9	9,6	4,7	3,1	2,6	2,0	2,6	2,9	3,1	5,0
Outros PC	4,1	4,2	3,9	5,2	4,3	3,8	5,7	2,7	3,3	2,7
Subtotal PC	30,1	35,9	27,9	26,4	26,9	31,0	31,2	26,3	33,8	40,8
Subtotal PNC	21,3	17,7	30,5	27,7	29,6	32,3	33,1	52,7	57,4	41,9
Patrimônio líquido	48,6	46,4	41,6	45,9	43,5	36,7	35,7	21,0	8,9	17,3
Total do Passivo e PL	100									

Fonte: do próprio autor.

A análise vertical demonstra, pelo lado do ativo, um crescimento da conta Clientes, o que contribuiu para aumentar a participação do Ativo Circulante na composição do ativo total da empresa, chegando este a R\$ 4 bilhões, frente à diminuição da participação da conta Imobilizado e Ativo Não Circulante (ANC), apesar do elevado crescimento verificado nessas contas, cujos valores chegaram a R\$ 6 bilhões e R\$ 8 bilhões, respectivamente.

Pelo lado do passivo, houve um aumento da participação da conta Empréstimos CP na composição do passivo total, chegando a R\$ 1,2 bilhões, contribuindo para o aumento do Passivo Circulante da empresa, apesar das quedas percebidas nas contas Fornecedores e Outros PC.

Destaca-se a diminuição da participação do Patrimônio Líquido na composição do passivo, que era de 48,6% em 2000, e chegou a 17% em 2009, apesar de este ter aumentado de pouco mais de R\$ 1 bilhão para R\$ 4,38 bilhões.

Para encerrar, cabe destacar o aumento da participação do PNC na composição do passivo, quando comparado ao ano de 2000, passando de 21,3% para 41,9% em 2009. Ressalta-se, contudo, que foi em 2008 que o PNC apresentou a maior participação no passivo total da empresa, chegando a 57,4% naquele ano, o equivalente a R\$ 6,86 bilhões.

Analogamente a variação das contas do balanço patrimonial da empresa, houve uma variação correspondente na DRE da Suzano S.A., que nos ajuda a compreender a origem dessas alterações no BP.

TABELA 16 – DRE AJUSTADA DA SUZANO S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	775.978	813.789	978.114	2.708.258	3.017.532	3.201.048	3.609.375	3.952.702	4.648.193	4.466.022
(-) Deduções	-41.718	-39.379	-62.205	-230.335	-377.598	-414.057	-510.385	-553.034	-584.597	-513.276
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	734.260	774.410	915.909	2.477.923	2.639.934	2.786.991	3.098.990	3.409.668	4.063.596	3.952.746
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-321.717	-410.916	-456.219	-1.347.294	-1.448.832	-1.763.987	-1.950.569	-2.215.580	-2.647.236	-3.043.078
(=) RESULTADO BRUTO	412.543	363.494	459.690	1.130.629	1.191.102	1.023.004	1.148.421	1.194.088	1.416.360	909.668
(-) Despesas Operacionais	-67.237	-84.796	-76.473	-341.883	-377.682	-390.627	-435.107	-424.953	-452.324	-389.268
Despesas com Vendas	-28.596	-35.388	-32.127	-140.471	-152.971	-170.145	-191.070	-195.065	-200.920	-158.489
Despesas Gerais e Administrativas	-38.641	-49.408	-44.346	-201.412	-224.711	-220.482	-244.037	-229.888	-251.404	-230.779
(+) Receitas Financeiras	22.125	44.376	363.109	-17.942	73.967	83.152	125.876	150.163	521.960	124.378
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial	0	0	0	-1.054	-286	-351	-391	-85	-515	0
(+) Outras Receitas Operacionais	4.901	5.805	6.582	33.221	25.093	29.863	8.162	0	53.437	15.299
(-) Outras Despesas Operacionais	0	0	0	-41.687	0	-37.679	-71.431	-194.185	-79.044	0
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	372.332	328.881	752.908	761.284	912.194	707.362	775.530	725.028	1.459.874	660.077
(-) Despesas Financeiras	-162.497	-218.835	-582.774	94.795	-141.510	-49.742	-178.674	87.069	-2.095.657	572.022
(+/-) Resultado Não Operacional	-199	-4.888	31	13.592	30.072	-10.677	778	0	0	0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSLL E DEDUÇÕES	209.636	105.158	170.165	869.671	800.756	646.943	597.634	812.097	-635.783	1.232.099
(-) Provisão para IR e CSLL	-12.996	-7.207	-3.309	-258.988	-197.797	-147.294	-153.944	-275.496	184.475	-354.167
(-) IR Diferido	18.566	9.164	4.880	0	0	0	0	0	0	0
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Participações Minoritárias	0	0	0	-24.165	0	0	0	0	0	0
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	215.206	107.115	171.736	586.518	602.959	499.649	443.690	536.601	-451.308	877.932

Fonte: Instituto Assaf, ajustes realizados pelo próprio autor. Dados em R\$ mil.

A primeira informação importante que a DRE da Suzano S.A. nos traz é a de que a empresa registrou prejuízo somente no ano de 2008, que foi o pior ano da

atual crise financeira mundial, diferentemente do que ocorreu com o resultado líquido das duas empresas anteriores na série de dez anos, o que implicará diretamente nos índices de rentabilidade desta empresa.

Percebe-se um aumento da Receita Bruta de Vendas da empresa, passando de R\$ 775 milhões para R\$ 4,46 bilhões, o que contribuiu para o resultado operacional da empresa, uma vez que as Despesas Operacionais ficaram praticamente estáveis a partir de 2006.

Outro destaque está nas elevadas Receitas Financeiras registradas nos anos de 2002 e 2008, o que vai de encontro ao ocorrido nas outras duas empresas, porém, não elevadas o suficiente para compensar o prejuízo com as Despesas Financeiras nesses mesmos anos, sendo que em 2008, essa despesa na Suzano S.A. foi de R\$ 2 bilhões.

Por último, cabe destacar que o maior lucro registrado pela empresa foi no ano de 2009, chegando o resultado líquido em R\$ 877 milhões, o que significa um crescimento de 308% quando comparado ao ano de 2000, conforme se verifica na tabela abaixo.

TABELA 17 – ANÁLISE HORIZONTAL DA DRE DA SUZANO S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	100	105	126	349	389	413	465	511	599	576
(-) Deduções	100	94	149	552	905	993	1223	1326	1401	1230
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	105	125	337	360	380	422	464	553	538
(-) Custo dos Produtos Vendidos	100	128	142	419	450	548	606	689	823	946
(=) RESULTADO BRUTO	100	88	111	274	289	248	278	289	343	221
(-) Despesas Operacionais	100	126	114	508	562	581	647	632	673	579
Despesas com Vendas	100	124	112	491	535	595	668	682	703	554
Despesas Gerais e Administrativas	100	128	115	521	582	571	632	595	651	597
(+) Receitas Financeiras	100	201	1641	-81	334	376	569	679	2359	562
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial	100	100	100	-105400	-28600	-35100	-39100	-8500	-51500	-100
(+) Outras Receitas Operacionais	100	118	134	678	512	609	167	-100	1090	312
(-) Outras Despesas Operacionais	100	100	100	-4168700	100	-3767900	-7143100	-19418500	-7904400	100
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	100	88	202	204	245	190	208	195	392	177
(-) Despesas Financeiras	100	135	359	-58	87	31	110	-54	1290	-352
(+/-) Resultado Não Operacional	100	2456	-16	-6830	-15112	5365	-391	-100	-100	-100
(=) RESULTADO ANTES IR/CSLL E DEDUÇÕES	100	50	81	415	382	309	285	387	-303	588
(-) Provisão para IR e CSLL	100	55	25	1993	1522	1133	1185	2120	-1419	2725
(-) IR Diferido	100	49	26	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
(-) Participações Minoritárias	100	100	100	-2416500	100	100	100	100	100	100
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	100	50	80	273	280	232	206	249	-210	408

Fonte: do próprio autor.

Com base na análise horizontal da DRE da empresa Suzano S.A., verifica-se que a Receita Bruta de Vendas aumentou 436% no período, sendo acompanhada pela Receita Líquida, que aumentou 438% no mesmo período. Entretanto, o Resultado Bruto não acompanhou essa variação, tendo aumentado somente 121% no período, ou seja, houve um aumento mais do que proporcional no CPV da empresa, que variou 846% no período.

Destaca-se o aumento do resultado líquido da empresa de 308% em 2009, quando comparado a 2000, que embora seja expressivo, foi inferior ao aumento verificado nas outras empresas analisadas anteriormente.

Para colaborar com a nossa análise das demonstrações contábeis da empresa Suzano S.A., temos que verificar como se comportaram as contas da DRE da empresa Suzano S.A., na composição do resultado líquido da empresa, o que é percebido na tabela abaixo.

Verificamos que houve um aumento no CPV, cuja proporção em relação à receita líquida de vendas passou de 71,7% para 75,6%, acarretando numa queda da receita bruta, que caiu de 28,3% em 2000, para 24,4% em 2009.

TABELA 18 – ANÁLISE VERTICAL DA DRE DA SUZANO S.A.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
RECEITA BRUTA DE VENDAS	100	100								
(-) Deduções	21,9	20,8	18,1	17,7	21,8	22,5	20,4	20,4	20,0	21,2
(=) RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	100	100								
(-) Custo dos Produtos Vendidos	-71,7	-74,9	-72,1	-72,6	-72,6	-75,4	-75,1	-74,4	-76,7	-75,6
(=) RESULTADO BRUTO	28,3	25,1	27,9	27,4	27,4	24,6	24,9	25,6	23,3	24,4
(-) Despesas Operacionais	-18,5	-20,4	-18,8	-16,4	-16,4	-20,1	-20,7	-19,0	-20,4	-19,7
Despesas com Vendas	-9,1	-10,1	-10,7	-9,8	-8,8	-10,7	-11,1	-9,6	-10,5	-10,0
Despesas Gerais e Administrativas	-9,3	-10,2	-8,2	-6,6	-7,6	-9,4	-9,6	-9,4	-9,9	-9,7
(+) Receitas Financeiras	2,5	4,2	7,9	3,9	1,7	2,3	2,0	12,8	9,5	19,8
(+) Outras Receitas Operacionais	8,6	7,6	3,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	3,4	15,3
(-) Outras Despesas Operacionais	-4,0	-0,3	-2,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-1,7	-3,9	-4,7
(=) RESULTADO ANTES DOS JUROS E NÃO OPERACIONAL	16,8	16,3	18,8	15,6	13,5	7,5	7,2	18,5	11,9	35,1
(-) Despesas Financeiras	-11,1	-17,6	-22,2	-9,0	-6,4	-7,5	-7,6	-12,3	-32,9	-16,5
(+/-) Resultado Não Operacional	-0,3	0,5	0,2	0,2	0,6	0,3	1,4	0,1	0,0	0,0
(=) RESULTADO ANTES IR/CSSL E DEDUÇÕES	5,4	-0,8	-3,3	6,8	7,6	0,2	1,0	6,3	-21,0	18,6
(-) Provisão para IR e CSSL	1,5	0,0	0,0	3,0	2,6	0,2	0,6	2,7	0,1	0,1
(-) IR Diferido	0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-7,2	6,9
(-) Participações/Contribuições Estatutárias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,1	0,0
(+) Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Participações Minoritárias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	3,3	-0,8	-2,6	4,8	6,1	0,0	0,3	4,2	-14,0	11,8

Fonte: do próprio autor.

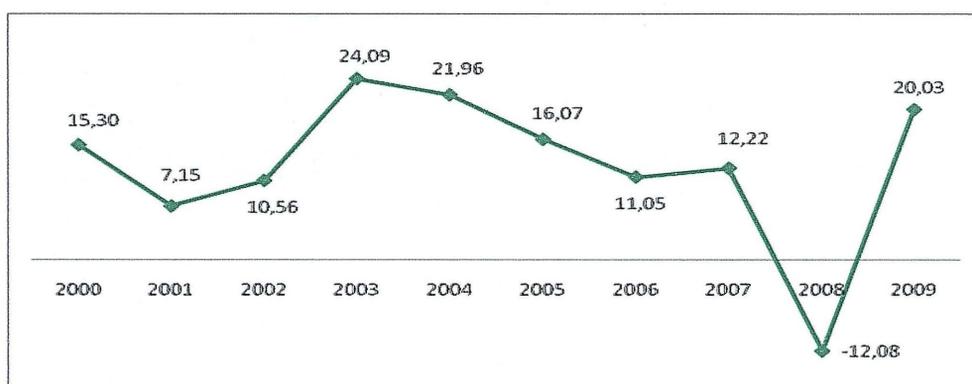
Destaca-se a quase estabilidade das Despesas Operacionais no período analisado, o que não ocorreu com as Receitas e Despesas Financeiras. A proporção das primeiras na composição da receita líquida passou de 2,5% para 19,8% no período, o que foi compensado pelo aumento das Despesas Financeiras, que passaram de 3,3% em 2000, para 11,6% em 2009.

Dentre as três empresas analisadas, verificou-se que a Suzano S.A. foi a empresa que apresentou a menor participação, em termos percentuais, do CPV na Receita Líquida, com uma média de 58,9% em todo o período, frente 74,1% da Celulose Irani S.A. e 59,4% da Klabin S.A.

Portanto, com base nessas informações das análises horizontais e verticais do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício da empresa Suzano S.A., é de se esperar que a mesma tenha apresentado ROE positivos em quase todos os períodos, dado os valores de lucro líquido obtidos nos anos analisados.

O gráfico abaixo apresenta os ROE da empresa Suzano S.A. no período analisado.

GRÁFICO 14 – ROE DA SUZANO S.A.



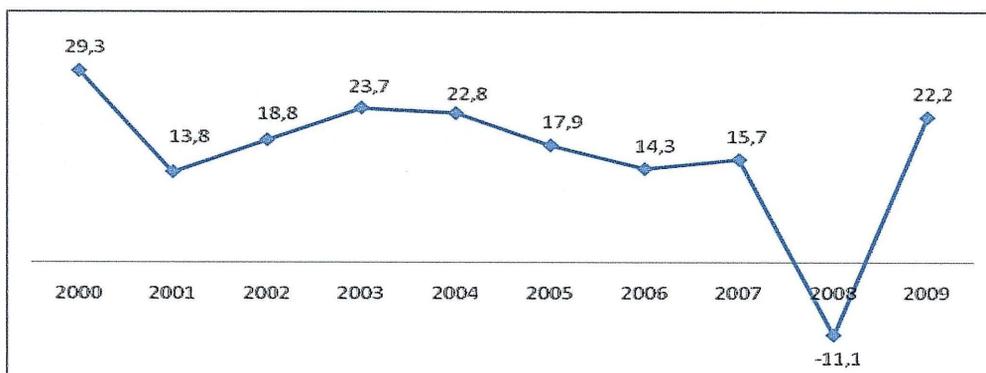
Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem (%).

Ao analisarmos o gráfico acima, percebemos que a Suzano S.A. foi a única empresa que não apresentou um ROE negativo no ano de 2002, quando comparado as outras duas empresas e, mesmo no ano de 2008, apesar do resultado ruim, a ROE da Suzano S.A. foi a melhor dentre as três empresas analisadas.

Também verifica-se que a empresa obteve um ROE superior a taxa SELIC nos anos de 2003, 2004 e 2009, sendo que em 2006 e 2007, a diferença foi mínima, o que significa dizer que a empresa representa uma boa oportunidade de aplicação para os investidores e, muito provavelmente, continuará apresentando uma estratégia de crescimento com valorização.

Dada a situação acima, é de se imaginar que a margem líquida da empresa tenha comportamento semelhante ao gráfico da ROE, o que pode ser visualizado no gráfico a seguir, no qual estão representados os resultados calculados para a margem líquida da empresa.

GRÁFICO 15 – MARGEM LÍQUIDA DA SUZANO S.A.

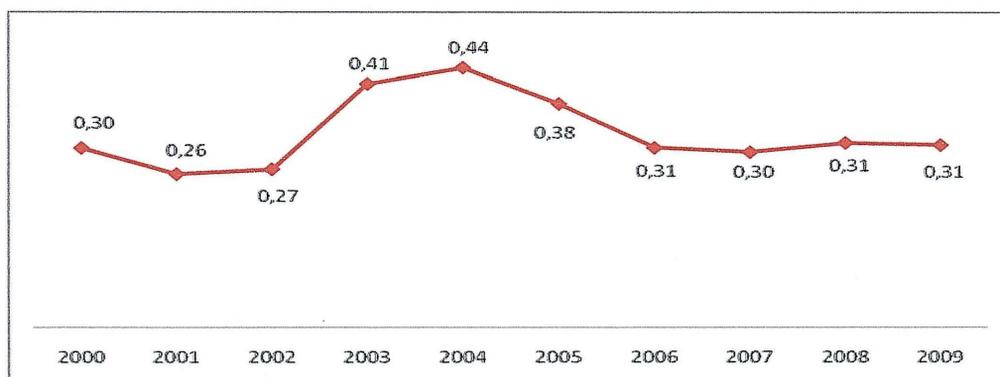


Fonte: do próprio autor. Dados em porcentagem (%).

A empresa Suzano S.A. apresentou em todo o período uma margem líquida média de 16,74%, superior a margem média das empresas Celulose Irani S.A. e Klabin S.A. Ao retirarmos desse cálculo o ano de 2008, a margem líquida média da Suzano S.A. sobe para 19,83%.

Foi essa elevada margem líquida que contribuiu para os elevados ROE, uma vez que o giro do ativo da Suzano S.A. foi menor, na média, do que o giro do ativo apresentado pelas outras empresas, conforme se verifica no gráfico abaixo.

GRÁFICO 16 – GIRO DO ATIVO DA SUZANO S.A.

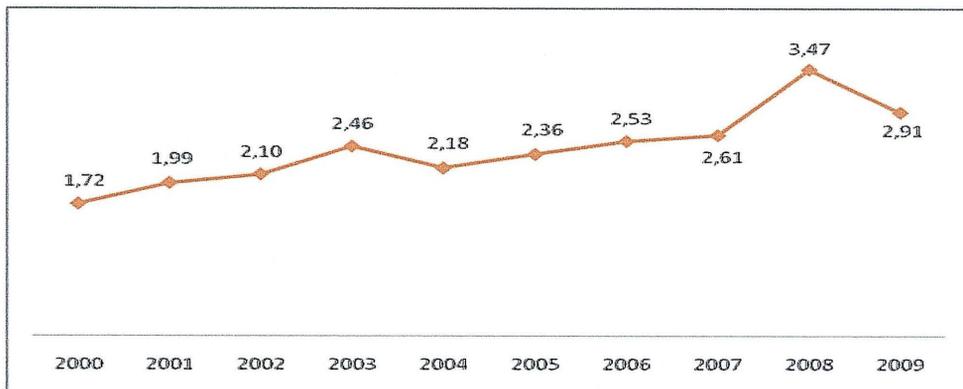


Fonte: do próprio autor.

Apesar de ser um índice que impacta positivamente sobre o ROE, é possível afirmar, com base na análise das três empresas, que o fator que mais afeta a rentabilidade de uma empresa é a sua margem líquida. Lembrando, mais uma vez, que uma margem muito elevada significa necessariamente um baixo GA.

Outro fator que influencia na rentabilidade da empresa é o grau de alavancagem, cujos índices da empresa Suzano S.A., estão no gráfico abaixo.

GRÁFICO 17 – ALAVANCAGEM DA SUZANO S.A.



Fonte: do próprio autor.

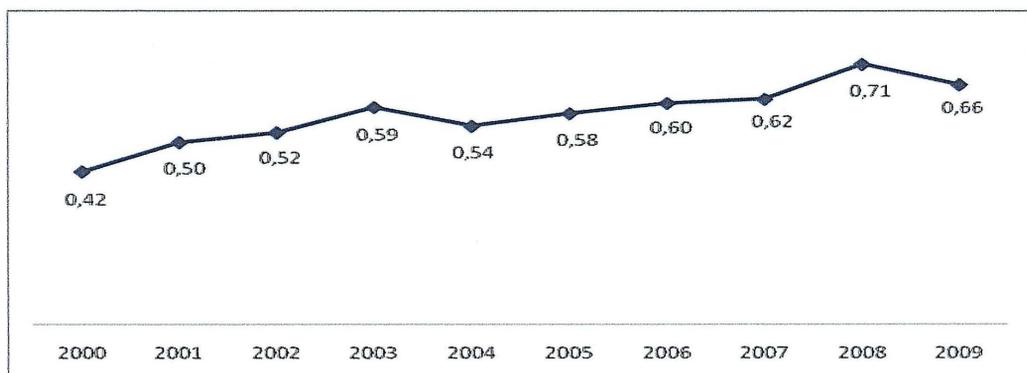
Dentre as três empresas, a Suzano S.A. foi aquela que apresentou menor alavancagem média no período analisado, de 2,43, ou seja, dado a sua estrutura patrimonial, que não foi a que mais cresceu dentre as empresas analisadas, a Suzano S.A. consegue alavancar mais do que o dobro do seu patrimônio líquido para aplicação no ativo.

Ressalta-se, conforme afirmado acima, que a Suzano S.A. não foi a empresa que teve maior crescimento do patrimônio líquido dentre as três empresas analisadas, muito embora seja aquela que apresenta o maior valor, em termos monetários.

É de se esperar, portanto, um índice de endividamento próximo ao verificado para as outras empresas, ou até menor, levando em consideração que a Suzano S.A. apresentou a menor média de alavancagem dentre as três empresas.

O gráfico abaixo apresenta os índices de endividamento da empresa, no período analisado.

GRÁFICO 18 – ENDIVIDAMENTO DA SUZANO S.A.



Fonte: do próprio autor.

A empresa apresenta uma série de índices de endividamento muito semelhante ao das outras empresas, muito embora esse indicador apresente uma variação pequena ao longo dos anos, o que indica um excelente trabalho dos gestores para controlar a participação do capital de terceiros na empresa.

Como todas as empresas analisadas, a Suzano S.A. também apresentou um declínio do endividamento no ano de 2009, apesar da tendência crescente do período, terminando o mesmo com um valor de 0,66, o que significa um aumento de 57% em relação ao índice de 2000.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A conjuntura econômica do período 2000 a 2009 pode ser dividida em três períodos, referente aos três governos da década, sendo um de direita e dois de esquerda. Nesses períodos, os fundamentos ideológicos de cada governante foram primordiais para a escolha das políticas econômicas adotadas em cada cenário vivenciado pelo país, com implicações diretas sobre as atividades das empresas nacionais.

Em 2001/2002, o país vivenciou a primeira crise da década, decorrente do cenário externo, que apresentava um cenário de baixo crescimento, antes mesmo dos atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 nos EUA. Internamente, o cenário foi marcado por uma elevada desvalorização cambial, em meados de 1999, cujos efeitos se estenderam até 2003, que foi o primeiro ano do governo de Lula.

Conforme comentado, a própria eleição de Lula foi um complicador para as empresas, uma vez que os investidores estrangeiros não viam com bons olhos a vitória do Partido dos Trabalhadores naquelas eleições. Entretanto, após o período crítico da eleição, o cenário econômico alterou-se positivamente nos anos seguintes, devido a um conjunto de políticas econômicas adotadas pelo governo federal que promoveu a ascensão das classes sociais mais pobres, cujos reflexos foram sentidos em toda a economia.

No segundo governo de Lula, a sua reeleição não era mais vista como um fator de risco pelo mercado internacional, pois o governo de esquerda havia mantido a estabilidade monetária conquistada com o Plano Real, demonstrando um elevado grau de maturidade política. Essa aceitação era corroborada, ou alimentada, pelos excelentes indicadores da economia e das empresas, conforme verificado pela análise econômico-financeira realizada, o que se perpetuaria até o final daquele governo, caso não tivesse eclodido no cenário internacional a atual crise financeira.

Classificada por muitos como a pior crise financeira desde o Crash de 1929, a crise financeira mundial ainda está causando dificuldades para muitos países e empresas, e seus efeitos sobre a economia nacional foram rapidamente sentidos pelas empresas, principalmente das exportadoras, que apresentaram péssimos resultados no ano de 2008, pior ano da crise.

Essa afirmação pode ser constatada com base na análise das demonstrações contábeis das empresas selecionadas neste trabalho, cujos indicadores parecem ter caminhado junto com o cenário econômico nacional, independente do tamanho da empresa.

Como se percebeu, a empresa Celulose Irani S.A., apresentou os menores índices de ROE dentre as três empresas, pelas razões explicitadas anteriormente, das quais destaca-se a baixa margem líquida e o elevado endividamento, muito embora a empresa Suzano S.A. tenha apresentado índices de endividamento semelhantes, embora inferiores.

A diferença está no fato de que a Suzano S.A., por ser uma empresa maior, tem uma capacidade de levantar recursos de terceiros superior a da Celulose Irani S.A. Essa diferença reflete-se diretamente na velocidade de crescimento das empresas, sendo que a Suzano S.A. conseguiu aumentar em 5 vezes o seu tamanho, muito embora a Klabin S.A. tenha sido a melhor empresa nesse quesito, ao aumentar em 10 vezes o seu ativo total.

Todas as empresas apresentaram uma queda na participação do capital dos sócios na estrutura da empresa, o que é uma característica natural das empresas que se expandem rapidamente em pouco tempo. Esse fato explica os elevados índices de alavancagem calculados para as três empresas, o que contribui para o aumento da rentabilidade das mesmas.

Entretanto, o fato da empresa Celulose Irani S.A. ser a menor dentre as três, também lhe trouxe vantagens, pois ela conseguiu obter os melhores índices de giro do ativo, o que pode caracterizar uma estratégia mercadológica focada em nichos de mercado, ou seja, uma vez que ela não tem as vantagens da escala de produção, ela pode penetrar nos mercados não atendidos pelas grandes empresas, cabe ressaltar que isso pode ser devido ao fato de que a Celulose Irani S.A. é a que melhor representa uma empresa do setor de papel.

A análise realizada também demonstrou um fato importante, a elevada despesa financeira registrada nos períodos de crise, o que foi verificado nas três empresas. Muito provavelmente essas despesas financeiras estejam relacionadas diretamente com a característica exportadora dessas empresas, que firmam contratos de câmbio com compradores internacionais, o que aumenta a exposição delas às crises mundiais.

Contudo, levando em consideração as elevadas taxas de juros praticadas no país, e os episódios com as empresas Sadia S.A. e Aracruz S.A., não podemos deixar de apontar o fato de que os gestores dessas empresas têm desviados recursos operacionais para aplicações no mercado financeiro, conforme demonstrou a análise dos balanços patrimoniais realizada no último capítulo.

Assim, a política econômica praticada pelo governo federal, para promover ou não o crescimento da economia, torna-se outro fator que impacta sobre as atividades produtivas das empresas nacionais, uma vez que há um estímulo a aplicação de recursos em títulos públicos, cuja rentabilidade é, na maioria dos casos, superior a rentabilidade proporcionada pela atividade produtiva.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF, Alexandre.; LIMA, Fabiano G. **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Panorama Setorial: Setor Florestal, Celulose e Papel**. [S./]. Março/2011.

CAMARA, Nuno. In: CÂMARA DOS DEPUTADOS, Mendonça, F. (Rel). **Caderno de Altos Estudos, A dívida pública brasileira**. Brasília: Plenarium, 2005. v.2:

CASTILHO, MARTA. Impactos da Crise Econômica Internacional sobre o Comércio Exterior Brasileiro. In: INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Crise Financeira Global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília, 2011.

FEDERAÇÃO NACIONAL DOS ENGENHEIROS. **O Segundo balanço do PAC**. Setembro, 2007. Disponível em: <http://www.fne.org.br/fne/index.php/fne/noticias/o_segundo_balanco_do_pac>. Acesso em: 03/04/2011.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Administração Financeira: Avaliação do Desempenho Empresarial**. In: Apostila MBA Executivo em Finanças, com Ênfase em Banking. Editora da FGV: Rio de Janeiro. 2011.

GIAMBIAGI, Fábio. **Economia Brasileira Contemporânea**. Editora Campus. São Paulo. 2004.

INSTITUTO ASSAF. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br>>. Acesso em: 02/08/2011.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. **Apostila de Gestão Financeira**. In: Especialização em Contabilidade & Finanças. Curitiba, 2010.