

Análise de Rentabilidade e Criação de Valor: Um Estudo de Caso em uma Empresa Brasileira de Capital Aberto no Setor de Cosméticos

Analysis Profitability and Value Creation: A Case Study in a Brazilian Company Publicly Traded in the Cosmetics Industry

Natália Carolina Duarte de Medeiros¹

Lélis Pedro de Andrade²

Evandro Rodrigues de Faria³

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo verificar quais foram as políticas e estratégias financeiras utilizadas por uma empresa brasileira de capital aberto que influenciaram em sua rentabilidade e criação de valor aos seus proprietários. Para tanto, foram considerados dados financeiros de três anos consecutivos de uma empresa inserida no setor de cosméticos, caracterizando o método como um estudo de caso. Como principal resultado, foi encontrado que mesmo diante a crise financeira instalada no mercado internacional, os administradores da empresa conseguiram compensar um menor giro dos ativos, por meio de políticas e estratégias financeiras voltadas a gestão do valor. Com o aumento da alavancagem financeira, a empresa conseguiu financiar o aumento gradativo dos prazos de seus ciclos operacional e financeiro sem comprometer a criação de valor aos proprietários.

Palavras chave: Análise de Rentabilidade; Criação de valor; Desempenho Empresarial.

ABSTRACT

This study aimed to determine what were the political and financial strategies used by a Brazilian company traded on that influence their profitability and create value for their owners. Therefore, financial data were considered three consecutive years of a company included in the cosmetics sector, featuring the method as a case study. As a main result, it was found that even before the financial crisis installed in the international market, the company's managers were able to compensate for a lower asset turnover, through policies and strategies aimed at managing the financial value. With increasing financial leverage, the company was able to finance the gradual increase of the periods of their operational and financial cycles without compromising on value creation for owners.

Keywords: Profitability Analysis, Value Creation, Business Performance.

¹ Mestranda em Administração pela Universidade Federal de Lavras.

² Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais. Professor do Instituto Federal de Minas Gerais – IFMG – Campus Formiga.

³ Doutor em Finanças pela UFMG. Administrador na UFV

1 INTRODUÇÃO

Com o advento da globalização, a abertura dos mercados se tornou inevitável. A competição entre as empresas se tornou mais acirrada, e se manter nessa disputa tem se tornado um desafio cada vez maior para empresas, especialmente as que disputam por capital de investidores sejam internos ou estrangeiros.

Por essa dificuldade, cada vez mais administradores tem se preocupado em cumprir o objetivo da empresa, já que ele deve ser alcançado por meio da gestão baseada no valor, que consiste em uma forma de gerenciamento que vai desde o desenvolvimento de estratégias até a definição de indicadores de desempenho, com o objetivo de aumentar a remuneração do capital dos sócios e da empresa.

Em meados de outubro de 2008, o mercado financeiro foi surpreendido por uma crise econômica de ordem mundial, causada por imperfeições do setor imobiliário americano. Tal acontecimento levou diversas empresas, inclusive no Brasil, à falência e inúmeras fecharam o ano com resultados negativos durante tal período.

O fato deixou mais acirrada a disputa entre as empresas inseridas neste mercado competitivo. As bolsas de valores vivenciaram uma forte instabilidade, fazendo com que uma das formas de captação de recursos, utilizadas por empresas de capital aberto, ficasse comprometida.

Assim, o presente trabalho vem propor um estudo de caso de uma empresa brasileira que atua na indústria e no setor varejista de cosméticos. Por meio de técnicas de análise de demonstrações contábeis, como a análise de índices, análise pelo modelo Du Pont, e aplicação da metodologia do EVA, o trabalho tem o objetivo verificar quais foram as políticas e estratégias financeiras utilizadas por uma empresa brasileira de capital aberto inserida no setor de cosméticos que influenciaram em sua rentabilidade e criação de valor aos seus proprietários no período que precedeu a crise.

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 O OBJETIVO DA EMPRESA

Uma empresa ao iniciar alguma atividade dentro do meio em que está inserida, tem o objetivo de fazer com que valha a pena ter investido em determinado setor que optou por participar. Diante do processo de crescimento de uma empresa a grande expectativa dos seus proprietários é que cada vez ela gere mais lucro.

Conseguir identificar o objetivo de uma empresa não é tarefa fácil. Segundo Assaf Neto (2008), é preciso identificar se este objetivo está voltado para a satisfação do retorno exigido por seus proprietários ou por algum parâmetro que incorpore o bem estar de toda a sociedade.

Convencionalmente, afirma-se que o objetivo da empresa gira em torno de maximizar o seu lucro, e de seus administradores financeiros escolherem alternativas que tendem a contribuir para o aumento do lucro líquido geral, ou seja, apresentar melhores resultados. Gitman (2008) diz que a maximização do lucro não permite atingir completamente os

objetivos dos proprietários da empresa, não é um objetivo razoável, é inadequado, pois ignora três motivos: a distribuição dos resultados no tempo, os fluxos de caixa disponíveis e o risco.

Portanto, o objetivo da empresa deve estar voltado em maximizar a riqueza de seus proprietários, valorizando-a e fazendo com que ela se torne mais atraente perante o mercado que está inserida.

Nas sociedades de capital aberto, que possuem suas ações negociadas na bolsa de valores, o objetivo principal é maximizar o valor da ação da empresa, seu valor corrente. Maximizando o valor de cada ação o objetivo está sendo cumprido e os proprietários estão tendo um retorno satisfatório e “maximizado”.

Pode-se concluir então que uma organização deve ter seus interesses e objetivos voltados para o valor que uma empresa apresenta no mercado que está inserida, como ela pode melhorar seus negócios e aumentar a riqueza de seus acionistas/proprietários. Ela deve se preocupar em realizar ações benéficas e bem conceituadas perante a sociedade e valorizar todos que estão direta e indiretamente ligados à sua atividade. Portanto o conceito de maximização do lucro de uma empresa, maior registro monetário em seus balanços e maior distribuição de dividendos aos seus proprietários deve ser alternado para a maximização de seu valor perante o mundo dos negócios, de quão é atraente e compensador investir e confiar no retorno que ela pode ofertar.

2.2 ANÁLISE DE ÍNDICES

Por meio de estudos e pesquisas e da necessidade de se avaliar a criação de valor aos proprietários/acionistas de uma empresa e sua rentabilidade, pesquisadores tem desenvolvido técnicas e modelos que analisam e relatam qual a situação financeira e econômica desta empresa. Complementando ao modelo de análise de índices, considerada como um modelo estático, aponta-se como alternativa o modelo dinâmico proposto por Fleuriet, mas as técnicas que serão relatadas são as análises feitas por meio de indicadores contábeis que demonstram a situação econômica – Financeira da empresa, Santos (1998), e que são definidas por Gitman (2004) e Brigham et. Al (2001). como uma análise estática. Da mesma forma, são classificadas como insuficientes quando analisadas de forma isolada, Cordeiro (2002).

Estas análises envolvem alguns índices financeiros, sendo eles: o de Liquidez, o de Endividamento, o de Atividade e o de Rentabilidade. Os índices de liquidez, atividade e endividamento medem o risco que uma empresa pode correr. O de rentabilidade mede o retorno que esta empresa está auferindo no período analisado.

A liquidez de uma empresa é medida pela sua capacidade de cumprir as obrigações à medida que elas vencem, comparando direitos realizáveis e exigibilidades Brito e Neto(2008). Pode-se dizer que estes índices medem a “saúde financeira” de uma empresa e estão relacionados com o capital de giro, a rotina da empresa e seu planejamento financeiro. A falta de liquidez ou solvência de uma empresa pode gerar sua falência.

Já os índices de endividamento, indicam o volume de dinheiro de terceiros usados para gerar lucros. Em geral, quanto mais capital de terceiros é usado por uma empresa em relação a seus ativos totais, maior sua Alavancagem Financeira, que é a ampliação do risco e do retorno introduzida pelo uso de financiamento a custo fixo. Quanto mais uma empresa servir-se de dívidas a custo fixo, maiores serão o risco e o retorno dela esperados.

Os índices de atividade, também conhecidos como Índices de Prazo Médio ou Rotatividade medem a velocidade com que várias contas são convertidas em vendas ou em caixa – entrada e saída. Permitem elaborar uma análise do ciclo financeiro, econômico e operacional de uma empresa.

Concluindo, os índices de rentabilidade permitem ao analista avaliar os lucros da empresa e dos sócios dela, em relação a certo nível de vendas, de ativos ou o volume de capital investido pelos proprietários.

Os principais índices financeiros e seus cálculos, sugeridos por Brigham et al. (2001) Gitman (2004) e Matarazzo (2008), seguem descritos no Quadro 01:

Quadro 01: Índices econômicos e financeiros

Aspecto	Índices	Cálculo
Liquidez	Liquidez Geral	$[(AC+RLP) / (PC+ELP)]$
	Liquidez Corrente	(AC / PC)
	Liquidez Seca	$(AC - ESTOQUE) / PC$
	Liquidez Imediata	$(DISPONÍVEL / PC)$
Endividamento	Relação CT e PL	$(CT / PL) \times 100$
	Composição do Endividamento	$(PC / CT) \times 100$
	Imobilização do PL	$(AP / PL) \times 100$
	Imobilização dos Recursos Permanentes	$[AP / (PL + ELP)] \times 100$
Atividade	Giro de Duplicatas a Receber (GDR)	$(VENDAS / DR (MÉDIA))$
	Giro de Estoques (GE)	$(CMV / ESTOQUE (MÉDIA))$
	Prazo Médio de Pagamento de Compras	$(360 / (COMPRAS / FORN.))$
	Prazo Médio de Recebimento de Vendas	$(360 / GDR)$
	Prazo Médio de Renovação de Estoque	$(360 / GIRO DE ESTOQUE)$
	Ciclo Operacional	$(PMRE + PMRV)$
	Ciclo Financeiro	$(CO - PMPC)$
Rentabilidade	Giro do Ativo Total	$(VENDAS / ATIVO)$
	Margem Bruta	$(LB / VENDAS)$
	Margem Operacional	$(LO / VENDAS)$
	Margem Líquida	$(LL / VENDAS)$
	Rentabilidade do Ativo (ROA)	$(LL / ATIVO (MÉDIA)) \times 100$
	Rentabilidade do PL (ROE)	$(LL / PL (MÉDIA)) \times 100$

Fonte: Dados da pesquisa

2.3 ANÁLISE DE RENTABILIDADE

2.3.1 Sistema DuPont

O sistema DuPont de Análise, de acordo com Gitman (2008), é utilizado para fazer uma análise mais minuciosa das demonstrações contábeis de uma empresa, além de avaliar a situação financeira da mesma. Este sistema estabelece um elo entre o Balanço Patrimonial de uma empresa com sua demonstração de resultado para analisar dois importantes índices de rentabilidade: o ROA (Rentabilidade sobre o Ativo) e o ROE (Rentabilidade sobre o PL), além de identificar as principais áreas responsáveis pelo bom ou mau desempenho financeiro de uma organização, isolando os fatores básicos de seu desempenho.

Este sistema permite que se decomponha o retorno do capital próprio da empresa em rentabilidade das vendas (que é a margem de lucro líquido), eficiência dos ativos em gerar lucro (giro do ativo total) e o uso de capital de terceiros, conhecido comumente como MAF

(Multiplicador de Alavancagem Financeira). A alavancagem financeira de uma empresa consiste na dependência desta de recursos de terceiros, é a ampliação do risco e do retorno introduzido pelo uso de financiamentos a um custo fixo. Quanto mais uma empresa servir-se de dívidas a custo fixo, maior serão risco e retorno dela esperados e maior também será seu MAF. Para se calcular este multiplicador, basta achar o quociente da divisão dos ativos totais da empresa pelo seu PL.

2.3.2 Retorno sobre o Ativo (ROA)

O ROA é um índice que mede o retorno do ativo total, qual a eficiência que este está demonstrando para a composição da rentabilidade de uma empresa. De acordo com Matarazzo (2003), este é um índice que evidencia quanto uma empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao seu ativo, que é uma medida do potencial, da capacidade de geração de lucro da parte da empresa. Além de tudo, o ROA é uma medida do desempenho da empresa, que pode ser comparada ano a ano.

2.3.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Para avaliar o retorno do capital próprio investido pelos colaboradores de uma empresa, utiliza-se o indicador financeiro denominado ROE. O papel deste índice é demonstrar qual é o rendimento proporcionado aos societários e proprietários de uma empresa que investiram capital social nela. Matarazzo (2003) afirma que esta taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado para poder avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior o inferior a estas opções disponíveis.

2.4. O EVA (VALOR ECONÔMICO AGREGADO)

Segundo Mendes (2004), o EVA é a principal medida de desempenho da empresa e de valor gerado, onde se inclui no cálculo o custo do capital empregado no negócio. Young e Backes (2002) afirma que o Eva é a diferença entre o retorno sobre o capital da empresa e o próprio custo desse capital. Ele é semelhante a outros indicadores que apontam lucro, mas se diferencia ao incluir no cálculo o custo do capital. O objetivo é verificar até que ponto o negócio tem maximizado a riqueza aos acionistas.

Quando se trata de empresas que se encontram na linha da gestão baseada no valor, o EVA é o mais usado, já que ele remunera todos os acionistas. Além de poder ser usado para análise interna de desempenho, análise de investimento e análise de mercado. (CUNHA E FREZATTI, 2004).

As vantagens apresentadas por este modelo são muitas, visto que o EVA pode representar um novo modelo de gestão, que envolve desde os níveis de operação até níveis de gerência, buscando uma melhor análise do negócio, para se atingir um nível onde se agregue cada vez mais valores aos proprietários/acionistas. De acordo com lung e Silva (2005) a aplicação correta de todas as etapas do EVA se tornou essencial na gestão financeira das empresas modernas que estão ativamente inseridas no mundo globalizado. Mas segundo Backes (2002) é importante analisar também o EVA em relação a outras medidas de desempenho.

2.4.1 Decisões Financeiras e direcionadores de valor

As decisões financeiras e os direcionadores de valor são dois valores interligados que juntos buscam a criação de valor para a empresa.

Segundo Assaf Neto (2008), as decisões financeiras são de 3 naturezas: operacionais, financiamento e investimento e se aplicadas juntas e de forma correta vão gerar um resultado satisfatório no cumprimento do objetivo da empresa.

As operacionais buscam uma eficiência maior nas operações como a política de preços, compras, venda e estoques. Para verificar se essas decisões realmente foram eficientes, recomendam-se direcionadores de valor que acompanhem o crescimento das vendas, os prazos de cobrança e de pagamento, o giro dos estoques e também a margem de lucro.

As decisões que envolvem financiamento procuram diminuir o custo de capital da empresa para aumentar o valor de mercado da empresa, os direcionadores que podem ser verificados são a estrutura de capital, o custo do capital próprio, o custo do capital de terceiros e o risco financeiro.

Já quanto ao investimento é necessário que se tenham estratégias voltadas a agregar valor aos acionistas por meio de uma taxa de juros menor e um retorno maior. Direcionadores de valor correspondentes: investimento em capital de giro, investimento em capital fixo, oportunidades de investimento, risco não operacional.

2.4.2 Componentes do EVA:

NOPAT:

O NOPAT (*Net Operating After Tax*) segundo Mendes (2004) é o resultado operacional depois da dedução dos impostos e representa o retorno gerado pelos investimentos independente da forma que ela foi financiada e pode ser encontrado na D.R.E (Demonstração do resultado do exercício).

Capital Investido

É a soma de todas as formas de financiamento que a empresa utilizou para a constituição do negócio, que pode ser próprio ou mesmo de terceiros.

Custo do capital

É o custo de todo o capital aplicado na empresa. É obtido pela média ponderada entre o custo do capital próprio e de terceiros e significa a taxa mínima de atratividade dos investimentos (ASSAF NETO, 2008). É comumente chamado de WACC.

Custo do capital próprio

Capital próprio segundo Nakamura, Martin et. al (2004), pode ser entendido, do ponto de vista contábil como o capital que pertence aos acionistas, ou seja, o patrimônio líquido. O custo desse capital seria então, de maneira bem simplória, o percentual de retorno que os sócios obteriam se aplicasse esse capital em outra atividade (MARTINS, 2000). Mensurar, porém o custo desse capital tem sido um dos desafios de pesquisadores na área, tendo em vista as dificuldades de aplicação de modelos em mercados de capitais em desenvolvimento

como o brasileiro. Segundo Assaf Neto (2008) esse cálculo exige métodos como o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM).

O CAPM é a metodologia desenvolvida por Sharpe (1963, 1964) e aperfeiçoada por Lintner (1965) e Black et. al (1972), para avaliar estratégias de investimento de ativos com risco numa fronteira eficiente do mercado de capitais.

O CAPM, ainda segundo Assaf Neto (2008) estabelece uma relação entre retorno de um ativo e o retorno do mercado. Os resultados obtidos demonstram a sensibilidade com a taxa requerida de retorno que deve se comportar de forma coerente com o risco. Quanto maior o risco maior deve ser o retorno, pois para o modelo um determinado ativo deve retornar uma importância que supere o seu risco.

Para que o CAPM seja devidamente aplicado ele deve incluir a taxa livre de risco da economia mais um prêmio que remunere o risco do ativo em avaliação que é representado pelo coeficiente beta, específico de cada caso em análise. Desse forma, o cálculo é feito pela seguinte fórmula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Em que:

K_e = Taxa de retorno mínima requerida pelos investidores do ativo (custo do capital próprio)

R_f = Taxa de retorno de ativos livres de risco.

β = Coeficiente beta, medida de risco do ativo em relação ao risco da carteira de mercado.

R_m = Rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade e representada pela carteira de mercado.

A parte da expressão $(R_m - R_f)$ é chamada de prêmio pelo risco de mercado, pois é o valor remunerado além de títulos considerados livres de risco.

Essa deve ser a taxa requerida como retorno sobre o ativo em questão. Esse percentual é considerado o maior do mercado, remunerando o maior risco assumido (ASSAF NETO, 2008).

Custo do capital de terceiros

Em linguagem simples, o capital de terceiros são as dívidas adquiridas pela empresa.

Para se estimar o custo desse capital é necessário estimar as despesas financeiras que esse capital gera e os abatimentos no imposto de renda. Segundo Assaf Neto (2008), pode-se obter esse custo através da seguinte fórmula, onde k_1 é o custo do capital de terceiros.

$$K_1(\text{após IR}) = K_1(\text{antes do IR}) \times (1 - \text{IR})$$

Em que:

K_1 = Custo da dívida

IR = Alíquota do imposto de renda

2.5 Cálculo do EVA:

Para se medir então, o quanto uma empresa tem agregado valor usa-se o valor econômico agregado (EVA), que pode ser definido como o cálculo que mostra o quanto a empresa está criando ou destruindo de valor. Utiliza-se então a seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Custo de Capital}$$

Ou seja, é o lucro operacional líquido subtraído do custo de capital da empresa.

Onde o NOPAT é o lucro operacional líquido após imposto de renda, CUSTO DE CAPITAL é o custo do capital total utilizado na constituição da empresa (Capital investido x o Custo do Capital). O resultado obtido ao fim do cálculo do EVA mostra quanto à empresa tem agregado de valor além dessa taxa mínima apontada pelo WACC. A partir do estudo do indicador EVA, e de como ele atua na empresa pode-se concluir que o lucro apontado pela contabilidade não deve nunca ser considerado como um medidor desempenho da empresa, pois através do EVA é possível detectar qual dos ativos está criando ou destruindo valor, garantindo uma gestão eficiente e principalmente a sobrevivência da empresa.

3 METODOLOGIA

No intuito de ilustrar a aplicação das técnicas de análise de rentabilidade empresarial e de criação de valor, apresenta-se a seguir um estudo de caso realizado na empresa brasileira “Alfa” (nome fictício por opção dos pesquisadores), que atua no comércio varejista do setor de cosméticos. Esta empresa é de origem brasileira presente em sete países da América Latina e na França. No Brasil, ela é uma das indústrias líderes no mercado de cosméticos, fragrâncias e higiene pessoal, assim como no setor de vendas diretas. É uma companhia de capital aberto, com ações listadas no Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). No seu comportamento empresarial, a empresa busca criar valor para a sociedade como um todo, gerando resultados integrados nas dimensões econômica, social e ambiental.

A presente pesquisa classifica-se quanto à natureza dos dados como quantitativa, especificamente, trata-se de um estudo de caso.

Para responder ao objetivo proposto, foram coletados os dados financeiros a partir das demonstrações contábeis divulgadas pela empresa “Alfa”. Foi considerado um período de três anos consecutivos (2006, 2007 e 2008) com objetivo de fazer um estudo comparativo nas variações ocorridas na rentabilidade e criação de valor durante esse intervalo temporal. Nesse sentido, os dados da pesquisa caracterizam-se ainda como secundários (*ex-post-facto*) pelo fato de não utilizar fontes primárias de coleta de dados e que eles aconteceram em um período anterior ao da realização da pesquisa.

Segundo Gil (1989), uma pesquisa é dita *ex-post-facto* quando as variáveis já chegam prontas para análise do pesquisador, sendo impossível fazer alterações. Dessa forma, Vergara (1998) recomenda esse tipo de investigação quando o pesquisador não pode controlar ou manipular variáveis, porque suas manifestações já ocorreram, não sendo mais passíveis de quaisquer alterações.

De acordo com as definições de Marconi e Lakatos (2008), complementado a técnica de coleta dos dados, foram utilizadas a pesquisa bibliográfica e análise documental, como livros, artigos e revistas científicas relacionadas ao tema dessa pesquisa, além de consulta a publicações relacionadas a empresa estudada e ao seu mercado de atuação.

Como fonte dos dados, foi utilizado o Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) disponível pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a operacionalização dos dados aconteceu por meio de planilhas eletrônicas e uso do software livre e GRETL⁴.

⁴ Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library, versão 1.7

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 ANÁLISE DE ÍNDICES

Analisando os índices de endividamento, apresentados no quadro 02, é possível notar o aumento na quantidade de endividamento da empresa desde 2006 até o último ano de análise, em aproximadamente 40,5%. É importante ressaltar, porém que a qualidade desse endividamento, vem sofrendo uma pequena melhora, visto que no ano de 2006, 78,45% do capital de terceiros contraído era dívida de curto prazo, em 2008 esse número reduziu para 75,29%.

Quadro 02: Índices de endividamento e estrutura

Aspecto	Índices	2006	2007	2008
Endividamento	Relação entre CT e PL	34,16%	57,50%	74,70%
	Composição do Endividamento	78,45%	76,92%	75,29%
	Imobilização do PL	75,26%	78,94%	78,76%
	Imobilização de Recursos Permanentes	62,09%	61,02%	56,30%

Fonte: Dados da pesquisa

Além de aspectos relacionados a quantidade e a qualidade das dívidas adquiridas pela empresa, é importante analisar dados quanto a quantidade de recursos encontra-se imobilizados. Em 2006, 75,26% do Patrimônio Líquido da empresa estava imobilizado, esse número sofreu um pequeno aumento em 2007, e uma leve queda em 2008, chegando neste último ano a 78,76% de imobilização. Quanto a imobilização dos recursos permanentes, em 2006, 62,09% desses recursos estavam imobilizados, essa quantidade foi caindo e atingiu em 2008, 56,30% de recursos permanentes imobilizados.

Quanto a capacidade de pagamento da empresa, apresentada pelo quadro 03, identifica-se que a longo prazo, a empresa mostrou uma tendência de queda, o que é justificado uma vez que a quantidade de endividamento foi crescente sem interferir em sua qualidade. No entanto, os quocientes não sugerem problemas na sua liquidez de longo prazo.

Quadro 03: Índices de liquidez

Aspecto	Índices	2006	2007	2008
Liquidez	Liquidez Geral	1,1641	1,12513	1,1082
	Liquidez Corrente	1,3955	1,35579	1,3685
	Liquidez Seca	1,1119	1,06977	1,08128
	Liquidez Imediata	0,48231	0,39911	0,37131

Fonte: Dados da pesquisa

A liquidez corrente da empresa, que avalia a capacidade de pagamento no curto prazo, também não sugere dificuldades financeiras, visto que apresentou estabilidade nos três anos de análise, mantendo os índices acima de uma unidade.

Os estoques não apresentam grande impacto em relação à liquidez de curto prazo da empresa, mesmo com os números apresentando um pequeno decréscimo, a empresa continua com capacidade de pagamento no curto prazo, mesmo quando se descontam os estoques do seu ativo circulante.

A conta que apresenta-se com maior relevância no ativo circulante da empresa em questão é clientes, quando se trata da liquidez imediata da empresa, os valores encontrados são menores, o que evidencia que a empresa fornece créditos aos seus clientes, e esses créditos foram aumentando nos três anos de análise, já que houve uma queda do índice de liquidez imediata de 2006 para 2008.

Quanto as atividades executadas pela empresa, apresentadas no quadro 04, é possível notar que o PMPC teve um aumento de dois dias de 2006 para 2007, o que é desejável, mas sofreu uma queda de 2006 até 2008, o que significa que a empresa em 2008 teve apresentou alguma dificuldade em dilatar os prazos de pagamento.

Com relação ao PMRV de 2006 para 2007 teve um aumento de 7 dias, e depois de 2007 para 2008 um decréscimo de 2 dias, culminando num aumento de 5 dias no PMRV nos 3 anos de análise. O aumento desse índice mostra a política de crédito da empresa que busca facilitar o aumento das vendas por meio de maiores prazos. É importante ressaltar que comparando os índices de PMPC e PMRV, a empresa recebe de seus clientes em um prazo menor que paga aos seus fornecedores, contribuindo para o seu ciclo financeiro e para a diminuição da dependência de recursos para honrar os compromissos de curto prazo.

Quadro 04: Índices de atividade

Aspecto	Índices	2006	2007	2008
Atividade	PMPC (Prazo médio de pagamento de compras)	67,709	69,748	60,598
	PMRV (Prazo médio de recebimento de Vendas)	31,948	38,066	36,86
	PMRE (Prazo medido de Rotação de estoque)	78,638	88,557	106,07
	GE (Giro de estoque)	4,5779	4,0652	3,394
	GDR (Giro de duplicatas a receber)	11,268	9,4573	9,7666
	CO (Ciclo operacional)	110,59	126,62	142,93
	CF Ciclo Financeiro)	42,878	56,875	82,332

Fonte: Dados da pesquisa

O prazo que os estoques demoraram a girar, tiveram aumentos significativos, o que pode ser verificado nos índices de PMRE e no GE. Comparando os três anos de análise, os estoques ficaram 28 dias a mais parados na empresa, fazendo que o giro desse estoque no período caísse de 4,57 em 2006 para 3,39 em 2008.

Reflexo de todos os índices analisados até agora os ciclos da empresa também aumentaram. O ciclo operacional que é desde a compra das mercadorias até o recebimento das vendas aumentou ano a ano, culminando em 32 dias a mais de 2006 a 2008, o ciclo financeiro também aumentou, 40 dias nos 3 anos de análise.

4.2 ANÁLISE DU PONT

Analisando os dados do quadro 05, pode-se perceber que houve oscilações durante os três anos. A rentabilidade sobre os ativos (ROA), o que indica a rentabilidade da empresa, sofreu uma leve queda no decorrer deste período, passando de 29,32% em 2006 para 25,39% em 2008, o que mostra que a empresa foi menos eficiente em gerar lucro com ativos disponíveis ao passar dos anos. O que explica este acontecimento foi o aumento do ativo total da empresa e crescimento menos que proporcional por parte do seu lucro líquido. A rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), o que indica a rentabilidade dos sócios,

apresentou uma queda de 2006 para 2007, mas se recuperou em 2008, passando de uma taxa de 70,60% para 75,23%. Este crescimento da taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido deu-se devido ao aumento, em 2008, aproximado de 11% do lucro líquido da empresa, em relação ao ano de 2007, e de 3% no seu patrimônio líquido no mesmo período.

Quadro 05: Variação de índices pela análise Dupont

Análise DuPont				
		2006	2007	2008
ROA	VI	29,32%	26,32%	25,39%
	AH	100%	89,76%	86,59%
ROE	VI	79,40%	70,60%	75,23%
	AH	100%	88,91%	94,74%
GIRO	VI	2,67	2,43	2,41
	AH	100%	91,01%	97,57%
MB	VI	47,96%	48,36%	50,15%
	AH	100%	100,83%	104,56%
MO	VI	15,68%	14,46%	15,22%
	AH	100%	92,21%	97,06%
ML	VI	11,85%	10,82%	10,55%
	AH	100%	91,30%	89,02%
MAF	VI	2,46	2,89	3,31
	AH	100%	117,47%	134,55%

Fonte: Dados da pesquisa

A empresa apresentou um leve aumento na sua margem bruta, que é a porcentagem monetária que resta após o pagamento do custo dos produtos e serviços e que é explicado pelo crescimento superior do seu lucro bruto se comparado com o crescimento das vendas, ou seja, o seu lucro bruto apresentou uma maior margem de crescimento no decorrer dos três anos. Contudo ao analisar a evolução das margens operacional e líquida, percebe-se que ambas se mantiveram estáveis de 2006 a 2008.

Quando calcula-se o multiplicador de alavancagem financeira da empresa, percebe-se que ele sofre um acréscimo no decorrer dos anos estudados, passando de 2,46 em 2006 a 3,31 em 2008, isto representa um aumento de 34,5%. Este resultado indica que a empresa está utilizando mais capital de terceiros, aumentando o seu risco e as expectativas de retorno, devido ao aumento de sua alavancagem financeira. O aumento registrado neste índice é justificado pelo significativo crescimento do ativo total da empresa resultantes de financiamentos e empréstimos auferidos pela empresa para fomentar seu crescimento e sua visibilidade.

O quadro 06, mostra em que parte dos ativos os financiamentos foram aplicados. Por esses dados, verifica-se que uma parte significativa do crescimento dos ativos não

concentraram em ativos fixos ou permanentes, que proporcionariam aumento da capacidade produtiva, mas em contas do ativo circulante, como disponível, títulos a receber e estoques.

Quadro 06: Crescimento dos ativo circulante e permanente

		2006	2007	2008
Ativo Circulante	VI	991.214	1.322.776	1.463.168
	AH	100%	133,45%	147,61%
Ativo Permanente	VI	502.475	538.259	546.620
	AH	100%	107,12%	108,79%
Disponível	VI	275.792	405.392	350.497
	AH	100%	147%	127,09%
Títulos a Receber	VI	374.168	535.528	470.401
	AH	100%	143,13%	125,72%
Estoques	VI	237.091	251,079	333..632
	AH	100%	105,90%	140,72%

Fonte: Dados da pesquisa

Pela concentração dos investimentos realizados pela empresa, concentrados no seu curto prazo, fica nítida as estratégias adotadas pelos administradores, que foram enfrentar o momento econômico desfavorável, em função da crise que se configurou no mercado, por meio de maiores prazos concedidos a clientes. Tal política, acarretou em valores maiores concentrados em títulos a receber e em estoques, o que requer melhor monitoramento do risco operacional por parte de seus administradores. Os índices de atividades, mostrados no quadro 06, reforçam esse raciocínio. No entanto, como exposto anteriormente, a política também proporcionou incremento nas vendas, desafio evidente diante o contexto econômico.

4.3 ANÁLISE DE CRIAÇÃO DO VALOR

O Quadro 07, apresenta a evolução do EVA para a empresa estudada dentre os períodos analisados. De forma semelhante ao encontrado para a rentabilidade, os resultados foram favoráveis aos proprietários, por apresentarem valor positivo aos EVAs calculados, o que demonstra que a empresa remunerou tanto os gastos explícitos pela contabilidade quanto o custo de capital empregado pelos fornecedores de recursos, como credores e acionistas.

Quadro 07: Evolução do EVA

	2006	2007	2008
EVA	R\$ 358.202	R\$ 338.451	R\$ 394.965
AH	100	94,49	110,26

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com as definições de criação de valor, os resultados encontrados mostram que a empresa conseguiu nos três anos de análise, incremento de valor aos proprietários da empresa.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do trabalho foi de verificar quais foram as políticas e estratégias financeiras utilizadas por uma empresa brasileira de capital aberto inserida no setor de cosméticos que influenciaram em sua rentabilidade e criação de valor aos seus proprietários.

Considerando o período em que os dados financeiros foram analisados, deve ser destacado o ano de 2008, quando o mercado financeiro encontrou uma forte crise em âmbito internacional, causado pelo mercado imobiliário americano. Esse fato foi desfavorável ao crescimento econômico e desenvolvimento dos mercados financeiros devido a instabilidade que se configurou pelo fato do capital ficar escasso e conseqüentemente desaquecendo o mercado produtivo. O impacto disso para as empresas, especialmente as de capital aberto, acontecem sobre duas óticas, financeira e econômica. A primeira é com relação a dificuldade de obter capital próprio, via mercado acionário, para financiamento das operações e ampliação de sua capacidade produtiva. A segunda, associada ao setor produtivo, diz respeito ao impacto da crise financeira sobre a desaceleração do crescimento econômico, pois com menos capital restringe a oferta de recursos para manutenção e crescimento da produtividade, ocasionando em possível diminuição em rentabilidade, especialmente daquelas que atuam em setores mais vulneráveis em ambientes de crise. Nesse sentido o desafio delas é aumentado, tendo em vista a dificuldade que se instala em manter sua competitividade e na remuneração do capital empregado de seus proprietários. Assim, torna-se imprescindível a definição de políticas e estratégias financeiras que busquem superar os efeitos negativos ora provocados pelo ambiente externo da empresa.

Pelos resultados encontrados no trabalho, detalhados na sessão anterior, observou-se que a empresa tem aumentado seu nível de endividamento, especialmente as dívidas de longo prazo, o que permitiu manter sua capacidade de pagamento de curto prazo a quocientes acima de uma unidade. Destaca-se ainda embora a quantidade tenha sido aumentada, a qualidade não foi prejudicada, pois a composição do endividamento apresentou uma tendência de melhora no período analisado. O maior endividamento é explicado pela conjuntura econômica encontrada diante a crise do mercado financeiro, dada a dificuldade de obter financiamentos via mercado de ações.

Já com relação as atividades econômicas da empresa, verificou-se que ela implementou políticas de manutenção das vendas via aumento do prazo de recebimento de clientes. Embora com impactos negativos sobre os ciclos operacional e financeiro, a política adotada permitiu a empresa continuar crescendo em quantidade vendida o que exige melhor monitoramento dos administradores em gerenciar o risco das operações, como inadimplência e situações desfavoráveis em seu fluxo de caixa. O estímulo das vendas, acarretou em investimentos maiores em estoque, que por sua vez também teve o seu giro diminuído. Complementando a análise dos prazos, verificou-se uma diminuição nos prazos de pagamento a fornecedores, que somados as variações de duplicatas a receber e em estoques, acarretou em aumentos significativos nos seus dois ciclos.

No entanto, mesmo contrariando expectativas teóricas desejáveis sobre comportamento dos índices de atividade, a empresa conseguiu ser eficaz em sua gestão da rentabilidade, verificada pelas margens e retornos sobre investimentos e patrimônio líquido. Embora os efeitos da crise tenha ocasionado impactos negativos em seu giro, a empresa conseguiu fazer compensações no que diz respeito às margens, bruta, operacional e líquida.

No que tange a rentabilidade da empresa e dos sócios, percebeu-se que os administradores mantiveram o foco na rentabilidade dos sócios, mostrando eficácia em suas decisões de aumento na alavancagem financeira. Reforçando esse raciocínio, os resultados do EVA, para os três anos foram positivos, indicando que a empresa remunerou, além de cobrir todos os seus gastos explícitos pela contabilidade, o custo de capital próprio dos sócios, o que mostra que seus administradores foram eficazes em suas políticas e estratégias financeiras adotadas para superar as contingências negativas encontradas no período analisado.

Para futuros trabalhos, recomenda-se realizar o estudo para uma amostra maior de empresas, bem como incluir índices padrão que permitam fazer comparações com empresas do mesmo setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 716 p.

BAKES, J. A. **EVA® - Valor Econômico Agregado**. *Revista Contexto*, 2002.

BLACK, F.; JENSEN, M. C.; SCHOLES, M. **The capital asset pricing model: some empirical tests**. In: JENSEN, M. C. *Studies in the theory of capital markets*. New York: Praeger, 1972. p. 79-124.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Governança Corporativa** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 29 jun. 2009.

BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, G. A. S.; NETO, A. A. **Modelo de classificação de risco de crédito de empresas**. *Rev. contab. finanç.* vol.19 no.46 São Paulo Jan./Apr. 2008

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 out. 2009.

CORDEIRO, J. V. B. M. **Reflexões sobre a avaliação do desempenho empresarial na era da informação: uma comparação entre a gestão do capital intelectual e o Balanced Scorecard**. *Rev. FAE, Curitiba*, v.5, n.2, p.61-76, maio/ago. 2002

CUNHA, D. R.; FREZATTI, F. **Gestão Baseada em Valor: Uma pesquisa no setor hoteleiro do Rio Grande do Norte**. *REAd – Edição 40 Vol. 10 No. 4*, jul-ago 2004

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2.ed. Porto Alegre. RS: Bookman, 2004. 796p.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989.

GITMAN, L.J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

IUNG, G.; SILVA, T. M. **Valor Econômico Agregado**. Revista eletrônica de contabilidade. VOLUME I. N.2 DEZ/2004-FEV/2005

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

LINTNER, J. **The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portfólios and capital budgets**. Review of Economics and Statistics, Cambridge, v. 47, n. 1, p. 13-37, Feb. 1965.

MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.35, n.3, p.49-63, mai/jun 1995.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. Caderno de Estudos, São Paulo, FIPECAFI, v.13, n. 24, p. 28 - 37, julho/dezembro 2000

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003

MENDES, F. **A gestão baseada no valor nas instituições financeiras: Um modelo aplicado a bancos múltiplos**. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controladoria. Faculdade de Economia, Administração e Mestrado. Universidade de São Paulo, 2004.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. **Indicadores Contábeis como Determinantes do Endividamento das Empresas Brasileiras**. Enanpad 2004.

SANTOS, N. M. B. **Cultura e desempenho organizacional: um estudo empírico em empresas brasileiras do setor têxtil**. Revista de Administração Contemporânea, v. 2, n. 1, Curitiba, jan/apr., 1998.

SHARPE, W. F. **Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk**. The Journal of Finance, Oxford, v. 19, n. 3, p. 425-442, Sept. 1964.

SILVA, J. P. **Análise Financeira das Empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995