

A ANÁLISE FINANCEIRA

1. Objetivos da Análise Financeira

2. A Preparação das Demonstrações Financeiras para Análise Financeira

2.1. O Balanço Funcional

2.2. A Demonstração dos Resultados

3. Indicadores de Análise Financeira

3.1. Indicadores de Liquidez

3.2. Indicadores Económicos

3.3. Indicadores de Funcionamento

3.4. Indicadores de Endividamento

3.5. Análise de Rendibilidade

3.6. Indicadores de Risco

3.7. O Equilíbrio Financeiro

3.8. Indicadores de Mercado

4. A elaboração de um Relatório de Análise Financeira

5. Casos Práticos



Texto elaborado por: C. Pinho, S. Tavares
(2012)

Neste capítulo serão apresentados os principais indicadores utilizados no âmbito da análise financeira, com vista à obtenção de um grau de compreensão elevada sobre a informação financeira apresentada pelas empresas. Esta exposição é efetuada por área de análise das demonstrações financeiras, de modo a melhor sistematizar a informação retirada sobre as mesmas e de modo a melhor compreender e relatar as conclusões mais relevantes no âmbito da análise financeira.

1. Objectivos da Análise Financeira

A análise financeira recorre inevitavelmente às informações financeiras produzidas pelas empresas. A mesma tem como objectivo - com base nos documentos produzidos - permitir uma compreensão simultaneamente mais rápida e profunda das informações disponíveis, sempre com vista à sua utilidade percebida pelos utilizadores.

Contudo existem três aspectos que convém desde já sublinhar nesta fase. Por um lado, as informações colhidas com base em algumas metodologias que serão abordadas neste livro, carecem sempre de uma apreciação pelo analista financeiro e, como tal, têm sempre implícito um carácter de subjectividade inegável. Por outro lado no âmbito da análise financeira é algo arriscado falar em verdades absolutas. Um dado indicador que num sector de actividade pode indiciar uma situação positiva, num outro sector de actividade pode ser manifestamente negativo. Finalmente, antes de se proceder a qualquer análise financeira comparativa, é imprescindível ter o cuidado de verificar se a informação financeira que está na base foi ou não preparada segundo um referencial contabilístico idêntico. Se tal não ocorrer, qualquer comparação é errónea e poderá induzir os seus utilizadores em tomadas de decisão inapropriadas.

Poder-se-ão enumerar duas metodologias fundamentais no âmbito da análise financeira, correndo sempre o risco de esquecer que impera inevitavelmente a experiência e o bom senso do analista para a obtenção de análises fiáveis e úteis. Assim:

- a) Verificação de alguns agregados de demonstrações financeiras;
- b) Cálculo e análise de indicadores económicos e financeiros

Relativamente à primeira metodologia importará desde logo distinguir (i) a análise de demonstrações financeiras de um único exercício e (ii) a análise de períodos consecutivos. Ambas as perspectivas são muito importantes e fornecem informações distintas. No primeiro caso poder-se-ão determinar alguns aspectos relevantes como sejam a estrutura de gastos, e o peso de cada componente desses gastos nas demonstrações financeiras. Veja-se o seguinte exemplo relativamente a um balanço e a uma demonstração de resultados:

	Valor	Peso
ACTIVO		
Activos Não Correntes		
Activos Fixos Tangíveis	214.560	65,4%
Activos Fixos Intangíveis	2.140	0,7%
	216.700	66,1%
Activos Correntes		
Inventários	23.450	7,2%
Dívidas a Receber	87.640	26,7%
Meios Financeiros	100	0,0%
	111.190	33,9%
Total Activo	327.890	100%
CAPITAL PRÓPRIO		
Capital	100.000	30,5%
Reservas	14.350	4,4%
Resultados Transitados	19.090	5,8%
Resultado Líquido	62.320	19,0%
Total Capital Próprio	195.760	59,7%
PASSIVO		
Passivo Não Corrente		
Empréstimos Bancários	60.000	18,3%
Locações Financeiras	12.000	3,7%
	72.000	22,0%
Passivo Corrente		
Fornecedores	31.050	9,5%
Estado e Entes Públicos	24.380	7,4%
Outros Credores	200	0,1%
Diferimentos	4.500	1,4%
	60.130	18,3%
Total Passivo	132.130	40,3%
Total Passivo e Capital Próprio	327.890	100%

A análise da composição do balanço permite, por exemplo, concluir que os activos não correntes representam 66% do total do activo, ou que as origens próprias de capital (capital próprio) correspondem a 59,7% do total das origens de capital, de onde se pode aferir que o endividamento (passivo) não é muito elevado. Uma análise idêntica se pode preparar ao nível dos resultados:

	Valor	Peso
GASTOS		
Custos Mercadorias Vendidas	5.670	0,7%
Fornecimentos e Serviços Externos	600.550	73,7%
Impostos	12.300	1,5%
Gastos com Pessoal	144.780	17,8%
Outros Gastos	100	0,0%
Depreciações	38.700	4,7%
Provisões	0	0,0%
(A)	802.100	98,4%
Gastos de Financiamento	13.300	1,6%
(C)	815.400	100,0%
Imposto Sobre o Rendimento	25.670	
(E)	841.070	
Resultado Líquido do Período	62.320	
	903.390	
RENDIMENTOS		
Vendas e Serviços Prestados	900.760	99,7%
Variação nos Inventários de Produção	0	0,0%
Outros Rendimentos	2.090	0,2%
(B)	902.850	
Rendimentos Financeiros	540	0,1%
(D)	903.390	

Neste caso, pode-se concluir sobre a estrutura de gastos apresentada. Uma componente significativa dos mesmos corresponde aos Fornecimentos e Serviços Externos e aos Gastos com Pessoal. Naturalmente que essa análise estática é tanto mais enriquecida se lhe for possível associar uma evolução histórica destas demonstrações financeiras.

De facto, a análise de demonstrações de períodos sucessivos permite traçar tendências na evolução de determinados agregados financeiros ou económicos, permitindo obter uma perspectiva evolutiva e não meramente estática de um só período.

Tal pode ser especialmente importante nos casos em que uma entidade se encontra em fase de expansão, ou nos casos em que foram tomadas decisões estratégicas relevantes, permitindo concluir sobre o impacto dessas decisões na situação económica e financeira da empresa. Veja-se o seguinte exemplo:

	Ano N	Peso	Ano N-1	Peso
ACTIVO				
Activos Não Correntes				
Activos Fixos Tangíveis	214.560	65,4%	144.580	44,1%
Activos Fixos Intangíveis	2.140	0,7%	3.450	1,1%
	216.700	66,1%	148.030	45,1%
Activos Correntes				
Inventários	23.450	7,2%	66.570	20,3%
Dívidas a Receber	87.640	26,7%	49.800	15,2%
Meios Financeiros	100	0,0%	1.200	0,4%
	111.190	33,9%	117.570	35,9%
Total Activo	327.890		265.600	
CAPITAL PRÓPRIO				
Capital	100.000	30,5%	25.000	7,6%
Reservas	14.350	4,4%	2.000	0,6%
Resultados Transitados	19.090	5,8%	12.350	3,8%
Resultado Líquido	62.320	19,0%	19.090	5,8%
Total Capital Próprio	195.760	59,7%	58.440	17,8%
PASSIVO				
Passivo Não Corrente				
Empréstimos Bancários	60.000	18,3%	75.000	22,9%
Locações Financeiras	12.000	3,7%	9.200	2,8%
	72.000	22,0%	84.200	25,7%
Passivo Corrente				
Fornecedores	31.050	9,5%	101.060	30,8%
Estado e Entes Públicos	24.380	7,4%	15.300	4,7%
Outros Credores	200	0,1%	4.500	1,4%
Diferimentos	4.500	1,4%	2.100	0,6%
	60.130	18,3%	122.960	37,5%
Total Passivo	132.130	40,3%	207.160	63,2%
Total Passivo e Capital Próprio	327.890		265.600	

Neste caso é possível verificar ao nível dos activos, o aumento do peso relativo dos activos fixos, o que pode significar que a empresa se encontra numa fase de novos

investimentos em novas áreas de negócio, ou de ampliação ou modernização dos actuais sistemas produtivos e de prestação de serviços. É também possível verificar que esse aumento foi significativamente suportado por capitais próprios, atendendo ao aumento relevante do seu peso relativo nas origens de capital. Uma análise similar pode ser desenvolvida ao nível dos resultados:

	Ano N	Peso	Ano N-1	Peso
GASTOS				
Custo das Mercadorias Vendidas	5.670	0,7%	4.500	0,7%
Fornecimentos e Serviços Externos	600.550	73,7%	456.870	69,6%
Impostos	12.300	1,5%	12.500	1,9%
Gastos com Pessoal	144.780	17,8%	123.450	18,8%
Outros Gastos	100	0,0%	1.800	0,3%
Depreciações	38.700	4,7%	34.000	5,2%
Provisões	0	0,0%	0	0,0%
(A)	802.100	98,4%	633.120	96,5%
Gastos de Financiamento	13.300	1,6%	14.500	2,2%
(C)	815.400	99,9%	647.620	98,7%
Imposto Sobre o Rendimento	25.670		640	
(E)	841.070		656.960	
Resultado Líquido do Período	62.320		2.100	
	903.390		659.060	
RENDIMENTOS				
Vendas e Serviços Prestados	900.760	99,7%	654.090	99,2%
Varição nos Inventários de Produção	0	0,0%	0	0,0%
Outros Rendimentos	2.090	0,2%	4.500	0,7%
(B)	902.850		658.590	
Rendimentos Financeiros	540	0,0%	470	0,0%
(D)	903.390		659.060	

Em termos muito sucintos, detecta-se um ligeiro aumento do peso relativo dos Fornecimentos e Serviços Externos, a par de uma ligeira redução do peso relativo dos Gastos com Pessoal, não existindo variações muito relevantes nas restantes componentes de gastos e rendimentos, o que pode indiciar o recurso por parte da empresa a mais serviços em regime de *outsourcing* em detrimento de gastos com estrutura interna.

Esta metodologia de análise tem de facto méritos inquestionáveis, permitindo com uma análise sucinta, retirar algumas relações importantes para a compreensão da

estrutura e evolução das demonstrações financeiras. Contudo, esta análise empírica e introdutória, deve ser sempre complementada com uma análise que, partindo das mesmas demonstrações financeiras, permite uma visão mais aprofundada e, simultaneamente, mais ampla da situação económica e financeira de uma dada empresa. Trata-se da metodologia que recorre a indicadores económicos e financeiros (também denominados rácios), cujas conclusões são de facto mais ricas do que as até aqui verificadas.

Os rácios, permitem não só tornar mais precisa a informação económica e financeira de uma entidade, como também facilitam a realização de comparações, quer no âmbito da mesma empresa, ao longo de um determinado período de tempo, quer entre empresas distintas, num período coincidente. Contudo, importa sublinhar que os rácios são um instrumento de análise que se torna tanto mais rico quanto mais for complementado por outros instrumentos e fontes de informação. Com efeito, a análise de indicadores, fornece algumas conclusões e indícios que devem ser validadas ou confirmadas mediante recurso a outras técnicas.

2. A Preparação das Demonstrações Financeiras para Análise Financeira

A preparação da informação financeira para efeitos de análise consiste em organizar a informação de forma tal que a sua utilização seja mais eficaz e eficiente no intuito de obtenção da informação pretendida na forma de indicadores. Contudo, esse trabalho deve ter sempre subjacente um cuidado especial no que concerne aos pressupostos e princípios que estão subjacentes à informação financeira prestada. Para além disso, a própria informação contabilística encerra, em si mesma, algumas limitações que dificilmente são ultrapassáveis no âmbito da análise financeira. Vejam-se, a título de exemplo, as seguintes situações:

Os princípios contabilísticos, critérios valorimétricos ou métodos de custeio podem sofrer alterações de um período para o outro. Embora tal afecte decisivamente o princípio da comparabilidade, o que é facto é que tais regras devem ser alteradas sempre que essa alteração melhore a qualidade da informação contabilística e financeira produzida ou por imposição normativa. Assim sendo, o analista deve prestar especial atenção a essas alterações, que deverão ser cuidadosamente divulgadas no Anexo às

Demonstrações Financeiras, sob pena de se poderem tirar conclusões precipitadas sobre a evolução económica e financeira em exercícios consecutivos.

Para além desse facto, o analista não deve ser alheio ao facto de que a contabilidade não relata tudo. De facto, existem valores extra-patrimoniais não contabilizados e, na melhor das hipóteses, apenas divulgados (como por exemplo, garantias prestadas). Assim, um relatório de análise financeira poderá ter as limitações que decorrem de omissões ao nível de activos ou passivos contingentes e extra-patrimoniais.

Num plano mais restrito, ao nível das operações de financiamento, existe por vezes a possibilidade de diferir a realização de capital. O próprio Código das Sociedades Comerciais nos seus artigos 202º e 277º prevê essa possibilidade no caso das sociedades por quotas e das sociedades anónimas, respectivamente. Neste caso, uma aparente origem de recursos financeiros, próprios, é acompanhada pelo aumento das aplicações (dívida dos accionistas), pelo que em rigor não existe qualquer geração de fluxos, ou aumento do capital próprio. Este facto é particularmente importante a propósito da análise do equilíbrio financeiro da empresa. Aliás, o próprio SNC define que as entradas não realizadas devem ser deduzidas ao quantitativo do Capital Próprio.

Ainda a título de exemplo, existem contas na contabilidade cuja exigibilidade não é explícita (por exemplo, a rubrica diferimentos), pelo que o analista deve assumir sempre pressupostos sobre esta matéria.

Por fim, uma limitação evidente ao nível da análise financeira que deriva de metodologias de contabilização tem a ver com o facto de certas realidades patrimoniais serem consideradas como meios financeiros, quando em substância são empréstimos de curto prazo, como seja, por exemplo a letras descontadas. Este facto gera inevitáveis distorções ao nível da análise da liquidez e do equilíbrio financeiro.

Enfim, as conclusões permitidas pela análise dos indicadores não devem ser interpretadas como verdades absolutas, mas antes o devem ser num determinado contexto específico, do sector, da empresa e das práticas contabilísticas seguidas e, bem assim, sujeitas à subjectividade inevitável que decorre dos pressupostos assumidos por um dado analista, que não são necessariamente iguais aos pressupostos que outro analista poderia assumir.

2.1. O Balanço Funcional

O balanço patrimonial é composto da forma como foi analisado no capítulo anterior. Contendo toda informação relevante para o analista, ele carece de alguma sistematização útil para efeitos de análise financeira. De facto uma análise mais orientada na óptica da liquidez e em menor grau na óptica patrimonial, permite ao analista determinar numa perspectiva funcional as origens e aplicações financeiras, que determinam em função da sua liquidez o equilíbrio (ou desequilíbrio) financeiro da empresa. Assim o balanço funcional visa reflectir numa óptica funcional (de ciclos financeiros) o património da empresa.

A figura seguinte esquematiza os conceitos fundamentais associados ao balanço funcional:

Ciclo de Investimento e Financiamento	Activos Fixos	Capital Permanente
Ciclo de Exploração	Necessidades Cíclicas	Recursos Cíclicos
Tesouraria	Tesouraria Activa	Tesouraria Passiva

Figura 2.1 – O balanço funcional

De acordo com as principais rubricas do balanço atrás analisadas o balanço funcional pode apresentar uma outra estrutura formal, agregando as seguintes componentes:

	Balanço Funcional	Balanço Patrimonial
(+)	Capitais Permanentes	Capital Próprio + Passivo Não Corrente
(-)	Activos Fixos	Activos Não Correntes (Investimentos)
=	Fundo de Maneio (FM)	
(+)	Necessidades cíclicas de	Inventários + Clientes + Adiantamentos a fornecedores +

	exploração	Estado (activo, excluindo IRC), + Devedores de exploração
(-)	Recursos cíclicos de exploração	Fornecedores + Adiantamentos de clientes + Estado (passivo, excluindo IRC) + Credores de exploração
=	Necessidades de Fundo de Maneio (NFM)	

(+)	Fundo de Maneio	
(-)	Necessidades de Fundo de Maneio	
=	Tesouraria Líquida (TL)	

Figura 2.2 – O balanço funcional desagregado

Ou seja:

$$TL = FM - NFM$$

A Tesouraria Líquida é composta pela tesouraria activa e pela tesouraria passiva, composta do modo seguinte:

(+)	Tesouraria Activa	Meios financeiros líquidos + Activos de curto prazo alheios à exploração
(-)	Tesouraria Passiva	Empréstimos obtidos de curto prazo + Passivos de curto prazo alheios à exploração
=	Tesouraria Líquida (TL)	

Figura 2.3 – Tesouraria Líquida

Uma outra forma de visualizar o equilíbrio entre recursos e aplicações é a seguinte:

Activos Fixos	Capital Permanente
Necessidades Fundo de Maneio	Tesouraria Líquida

Figura 2.4 – O balanço funcional – Activo Económico

Ao agregado Activos Fixos e Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) dá-se o nome de Activo Económico.

Ao agregado Capital Permanente e Tesouraria Líquida dá-se o nome de Financiamento Líquido.

O conceito de Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) recorre ao pressuposto de que os activos e passivos que compõem as necessidades cíclicas e os recursos cíclicos são decorrentes da exploração, ou seja, resultam das actividades relacionadas com as operações associadas ao negócio da empresa. Quando tal não ocorre, esses mesmos activos e passivos devem ser considerados como tesouraria activa ou passiva, respectivamente.

O mesmo problema se coloca com as rubricas de diferimentos (que decorrem do princípio da especialização dos gastos e dos rendimentos). É prematuro e arriscado afirmar que as mesmas são de exploração ou extra exploração. Por exemplo, os acréscimos de gastos relacionados com férias e subsídios de férias do pessoal são seguramente uma componente passiva de exploração e como tal são um recurso de exploração. De modo contrário, o acréscimo de rendimentos associado aos juros ainda não vencidos de uma aplicação de tesouraria serão uma componente activa extra exploração e, como tal serão considerados como tesouraria activa. Assim sendo, ou se assume um pressuposto razoável para efeitos de análise financeira, ou se procede a uma análise a cada componente desses acréscimos e diferimentos por forma a enquadrar adequadamente essas componentes. Será, em última análise, uma questão de avaliação custo / benefício ou, por outras palavras, ganho no rigor da análise efectuada, versus tempo dispendido com essa análise caso a caso.

Mais à frente este tema será retomado a propósito da análise do equilíbrio financeiro da empresa.

2.2. A Demonstração dos Resultados

A demonstração de resultados fornece informação relevante para efeitos de análise financeira, mas carece de algumas agregações que são úteis neste âmbito.

Nesta perspectiva é normalmente utilizada uma demonstração de resultados adaptada, com a seguinte agregação de rubricas de resultados:

Rubrica	Valor
Vendas e Serviços Prestados	
Gastos com Vendas e Serviços Prestados	
Resultado Bruto	
Gastos Fixos	
Outros Rendimentos e Gastos	
Resultado Operacional	
Gastos de Financiamento	
Resultados Antes Impostos	
Imposto Sobre Rendimento	
Resultado Líquido do Período	

Importa tecer alguns comentários sobre esta forma de apresentação dos resultados, nomeadamente sobre algumas componentes da mesma que carecem de clarificação.

Os gastos com vendas e serviços prestados não correspondem necessariamente ao custo das mercadorias vendidas relatado na demonstração dos resultados por naturezas. Devem ser aqui incluídos todos os gastos de produção, ou seja aqueles que variam indiscutivelmente com o volume de produção realizado ou com as vendas realizadas. Se numa empresa industrial a definição de tais gastos de produção, sendo complexa ao nível do tratamento de dados, é mais simples ao nível da sua definição, o mesmo não acontece relativamente a uma empresa de prestação de serviços, em que não existe uma secção ou função industrial. Neste caso, devem ser aqui incluídos todos os gastos por naturezas que concorrem para a formação do custo dos serviços prestados (materiais, fornecimentos e serviços externos, gastos com pessoal, depreciações, etc.). Assim, a este nível a análise deve ser sempre feita cuidadosamente caso a caso.

Relativamente aos gastos fixos, os mesmos compreendem os gastos não directamente relacionados com o sector produtivo, ou seja, aqueles gastos que ocorreriam mesmo sem produção de bens ou serviços. Normalmente são incluídos aqui todos os gastos por natureza (matérias, fornecimentos e serviços externos, gastos com

pessoal, depreciações, etc.) incorridos com as actividades de suporte à estrutura, como sejam, gastos com secções administrativas ou de distribuição. Atente-se, contudo, ao facto de que os gastos de distribuição imprescindíveis à comercialização dos produtos, devem ser incluídos em gastos com vendas e não em gastos de distribuição, pois os mesmos foram incorporados nos produtos comercializados.

O mesmo se poderá afirmar relativamente aos gastos de financiamento. Os mesmos englobam apenas os juros e demais despesas incorridas com capitais alheios remunerados (gastos associados a financiamentos). Por exemplo, descontos financeiros concedidos a clientes devem ser enquadrados como outros gastos operacionais. De igual modo, descontos financeiros obtidos serão outros rendimentos operacionais, dado que não estão relacionados com as actividades de financiamento.

3. Indicadores de Análise Financeira

A análise de bibliografia diversa sobre esta matéria permite verificar que existe uma multiplicidade de indicadores, uns mais utilizados e comumente aceites, outros menos. Não se pretende aqui descrever os indicadores com exaustão, mas antes organizá-los de uma forma compreensível segundo a sua tipologia, recorrendo àqueles cujas conclusões podem ser mais importantes no contexto de uma dada empresa. Um bom relatório de análise financeira não contém necessariamente muitos indicadores, mas sim os relevantes para a compreensão da situação económica e financeira da entidade que relata, complementados com uma interpretação relacionada dos mesmos.

Assim, nos pontos seguintes, serão abordados alguns indicadores, cuja compreensão nos pareceu mais relevante neste âmbito, organizados segundo as seguintes categorias:

- Indicadores de Liquidez
- Indicadores Económicos
- Indicadores de Funcionamento
- Indicadores de Endividamento
- Análise de Rendibilidade

- Indicadores de Risco
- Equilíbrio Financeiro
- Indicadores de Mercado

3.1. Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez permitem concluir sobre a capacidade da empresa solver as suas responsabilidades (passivos) a curto prazo, num período relativamente curto, ou seja, com activos relativamente líquidos. É habitual desagregar o indicador liquidez em três patamares:

$$Liquidez\ Geral = \frac{Activos\ Correntes}{Passivos\ Correntes}$$

Uma visão redutora deste indicador indica que o mesmo deverá ser superior a 1. Em abstracto essa visão é verdadeira, mas carece de informação complementar ao nível do equilíbrio financeiro.

$$Liquidez\ Reduzida = \frac{Activos\ Correntes - Inventários}{Passivos\ Correntes}$$

Este indicador é mais conservador que o anterior, retirando os inventários da categoria do realizável a curto prazo, questionando a sua valorização ou potencial obsolescência conducente a perdas por imparidade (perdas de valor) nesses activos. Por isso, este indicador acaba por ser mais utilizado que o anterior.

$$Liquidez\ Imediata = \frac{Meios\ Financeiros\ Líquidos}{Passivos\ Correntes}$$

Este indicador, expressa a capacidade de solver responsabilidades de forma imediata. É muito redutor nas conclusões que dele se podem retirar, sendo de todo impossível definir aprioristicamente que valores o mesmo deve assumir para efeitos de

uma análise favorável sobre o tema liquidez. A liquidez imediata é, aliás, fortemente criticada numa óptica de gestão financeira, pois como se sabe, volumes elevados de meios financeiros líquidos (por exemplo, dinheiro em caixa e depósitos bancários) indiciam más práticas ao nível da gestão financeira (aplicações de capital não reprodutivas).

3.2. Indicadores Económicos

Os indicadores económicos são calculados recorrendo exclusivamente a rubricas da demonstração de resultados. É habitual a utilização dos seguintes indicadores:

$$Margem\ Bruta = \frac{Resultado\ Bruto}{Volume\ Negócios}$$

Este indicador é também designado como margem de contribuição percentual das vendas, e reflecte a margem comercial obtida sobre os produtos ou serviços vendidos. Naturalmente que, quanto maior a margem bruta ou de contribuição obtida, potencialmente melhor será a condição económica da empresa.

$$Rendibilidade\ Operacional\ das\ Vendas = \frac{Resultado\ Operacional}{Volume\ Negócios}$$

Este indicador visa reflectir em que medida é reduzida a margem bruta anteriormente calculada, após dedução de todos os gastos operacionais reconhecidos, ou seja, em que medida os gastos de estrutura absorvem a margem bruta libertada pelo negócio. A análise dos seus resultados é, por isso, similar ao indicador Margem Bruta.

$$Rendibilidade\ Líquidas\ Vendas = \frac{Resultado\ Líquido}{Volume\ Negócios}$$

Este indicador permite verificar qual a proporção final retida pela empresa, em face das vendas realizadas (volume de negócios), após dedução da totalidade dos gastos incorridos no período. A sua análise é também similar aos indicadores atrás apresentados, ou seja, o resultado do indicador é tanto melhor quanto maior o seu valor.

Apesar de serem relevantes as conclusões relativas aos indicadores económicos de rendibilidade, as mesmas carecem de uma análise aprofundada associada à origem dos resultados gerados. Esse refinamento da análise da rendibilidade será efectuado a propósito do estudo dos indicadores de rendibilidade, pelo método multiplicativo e pelo método aditivo, em torno do tema Rendibilidade do Activo e Rendibilidade dos Capitais Próprios.

3.3. Indicadores de Funcionamento

Os indicadores de funcionamento permitem aferir com maior precisão a eficiência da utilização dos recursos disponíveis pela empresa. Geralmente estes indicadores são apresentados numa medida temporal (por regra, dias). A sua análise depende fortemente do sector de actividade onde a empresa se insere, pois existem sectores que tradicionalmente apresentarão rotações elevadas (por exemplo grandes superfícies comerciais), enquanto outros terão níveis de rotatividade de negócio mais lentas (por exemplo, o sector da construção).

$$Rotação\ Activo = \frac{Volume\ Negócios}{Activos}$$

Este indicador reflecte o grau de intensidade na utilização dos activos. Um valor muito elevado indicia negócios de elevada rotatividade ou, pelo contrário, um valor baixo indicia subutilização de factores produtivos ou um negócio com rotatividade lenta, isto é, que exige grandes volumes de activos (aplicações de capital) para um volume de negócios baixo. É habitual, em vez de se utilizar o valor do activo no final do ano, utilizar-se um valor médio anual do activo, como denominador deste rácio.

$$Rotação Inventários = \frac{Volume\ Negócios}{Inventários}$$

Este indicador é utilizado com bastante frequência na medida em que se concentra em certa na medida na eficiência da gestão dos inventários. Contudo o mesmo encerra um perigo: nos casos em que as margens praticadas sobre os inventários são muito elevadas, o mesmo perde relevância, pois agrega componentes com valorimetrias manifestamente díspares. Uma elevada rotatividade significa uma boa eficiência na gestão dos inventários, mas pode em simultâneo representar rupturas de armazém frequentes, o que a prazo se pode reflectir negativamente na sustentabilidade da empresa, face à potencial insatisfação dos clientes. Para, obviar á limitação do indicador atrás explicitado, frequentemente se substitui o numerador, utilizando-se o Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas (CMVMC).

$$Rotação Inventários = \frac{CMVMC}{Inventários}$$

A sua análise permite conclusões em tudo idênticas às do indicador anterior, não havendo, neste caso, qualquer distorção que advenha da margem de comercialização existente, que poderia conduzir a conclusões erróneas.

$$Prazo\ Médio\ Inventários = \frac{Inventários}{CMVMC * } \times 365\ dias$$

* *Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas.*

Este indicador reflecte qual o tempo médio de permanência dos inventários no armazém. É habitual trabalhar-se com o valor médio dos inventários no armazém ao longo do ano.

Uma análise mais cuidada deste indicador deverá distinguir os seguintes elementos:

$$\text{Prazo Médio Matérias Primas} = \frac{\text{Matérias Primas}}{\text{Custo Matérias Consumidas}} \times 365 \text{ dias}$$

$$\text{Prazo Médio Produtos Acabados} = \frac{\text{Produtos Acabados}}{\text{Custo Produção Vendida}} \times 365 \text{ dias}$$

$$\text{Prazo Médio Mercadorias} = \frac{\text{Mercadorias}}{\text{Custo Mercadorias Vendidas}} \times 365 \text{ dias}$$

Relativamente aos resultados destes indicadores, valores baixos, indiciam uma boa eficiência na gestão dos inventários, mas como já foi referido, pode indiciar rupturas nos stocks latentes.

A análise destes indicadores de funcionamento é normalmente complementada com os indicadores:

$$\text{Prazo Médio Recebimentos} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Vendas} + \text{Prestações Serviços (com IVA)}} \times 365 \text{ dias}$$

Este indicador traduz qual o período temporal médio que os clientes demoram a saldar as suas dívidas. Naturalmente quanto menos tempo resultar deste rácio, tanto melhor, pois mais cedo a empresa dispõe de meios líquidos que pode reutilizar no seu ciclo de exploração ou de investimento. Relativamente ao valor da rubrica clientes é habitual trabalhar-se com saldos médios anuais. De igual modo, ao saldo de clientes podem ser deduzidos eventuais adiantamentos de clientes relatados no passivo. A obtenção do agregado vendas e prestações de serviços com IVA deve ser obtido multiplicando o valor respectivo pelo factor (1 + taxa média IVA).

$$\text{Prazo Médio Pagamentos} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras (com IVA)} + \text{FSE (com IVA)}} \times 365 \text{ dias}$$

O prazo médio de pagamento indica em média quanto dias demora a empresa a pagar as suas dívidas aos fornecedores. É também habitual trabalhar-se com saldos médios anuais de fornecedores, e ao saldo de fornecedores é comum retirarem-se

eventuais adiantamentos efectuados a fornecedores, relatados no activo da empresa. De forma inversa ao indicador anterior, um prazo dilatado de fornecedores reflecte uma boa origem de recursos financeiros. Contudo, pode também indiciar dificuldades financeiras da empresa (caso os níveis de liquidez sejam reduzidos), ou mesmo eventuais rupturas em futuros fornecimentos o que pode quebrar decisivamente o ciclo de exploração da empresa.

As compras são determinadas com recurso à seguinte relação dos inventários:

$$\text{Compras} = \text{Inventários Finais} + \text{Custo Mercadorias Vendidas} - \text{Inventários Iniciais}$$

No caso de se tratar de uma empresa industrial, o Custo da Mercadorias Vendidas deve ser substituído pelo Custo das Matérias Consumidas, sendo os inventários iniciais e finais compostos por matérias-primas e por matérias subsidiárias.

Associado ao conceito dos indicadores de funcionamento está o conceito do ciclo de caixa. Em resumo esse indicador, traduz quantos dias em termos de ciclo de exploração devem ser financiados por recursos monetários.

$$\text{Ciclo Caixa} = \text{PMR} + \text{PMI} - \text{PMP}$$

Em que:

PMR – Prazo médio de recebimentos

PME – Prazo médio de inventários

PMP – Prazo médio de pagamentos

Naturalmente que quanto menor for o ciclo de caixa, menos recursos têm de estar afectos à exploração, logo, maior o potencial de rotatividade e de geração de riqueza. Um ciclo de caixa negativo traduz mesmo que a actividade de exploração é auto-suficiente ao nível da geração de recursos que ficam libertos.

3.4. Indicadores de Endividamento

Os indicadores de endividamento pretendem mensurar em que medida as aplicações (activos), são financiadas por capitais próprios ou por capitais alheios, aprofundando a tipificação desses capitais alheios.

O indicador usualmente mais utilizado neste âmbito é o rácio de endividamento.

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Capitais Alheios}}{\text{Capitais Totais}} \text{ ou } \text{Endividamento} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Activo}}$$

O resultado deste indicador varia entre 0 e 1, podendo assumir esses valores em situações extremas. Em termos sucintos, traduz-se pelo rácio entre passivos e activos. Um resultado elevado (próximo de 1) reflecte uma empresa largamente endividada, enquanto que, um valor próximo de 0, traduz uma empresa cujos activos são em larga medida financiados por capitais próprios, ou seja, uma empresa com uma elevada autonomia financeira. O indicador da autonomia financeira corresponde ao complementar do endividamento, ou seja, se o grau de endividamento for 0,2 a autonomia financeira será de 0,8 e traduz a proporção de activos que são financiados por capitais próprios.

$$\text{Autonomia Financeira} = \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Capitais Totais}}$$

Quanto maior o valor deste indicador, maior a proporção de capitais próprios aplicados, ou seja menor risco de insolvência a prazo. Não existem valores definidos para uma autonomia financeira apropriada. Sectores há em que tradicionalmente o nível de endividamento é elevado, e outros em que a autonomia financeira é elevada. Contudo, é comummente aceite que um grau de endividamento superior a 80% (autonomia financeira inferior a 20%), correspondem a exposições excessivas a capitais alheios.

É também usual recorrer-se ao indicador *debt to equity*, dado pela expressão:

$$\text{Debt to Equity} = \frac{\text{Capitais Alheios}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Quando o resultado deste indicador se aproxima de 1, tal significa que existe um equilíbrio entre capitais próprios e capitais alheios. Quando o indicador é elevado (superior a 1), o endividamento é elevado, e, pelo contrário, quando o seu valor se aproxima de 0, as origens de capital são sobretudo capitais próprios.

O aprofundamento da análise do *debt to equity* no sentido de verificar qual o tipo de endividamento em causa, conduz normalmente ao cálculo do *debt to equity* de estrutura, com base nos passivos de longo prazo:

$$Debt\ to\ Equity\ de\ Estrutura = \frac{Capitais\ Alheios\ LP}{Capitais\ Próprios}$$

Ainda no âmbito do estudo da tipologia do endividamento, é bastante utilizado o indicador da estrutura do endividamento, o qual indica o peso dos capitais alheios de curto prazo, no endividamento total:

$$Estrutura\ Endividamento = \frac{Passivo\ CP}{Passivo}$$

Uma estrutura de passivo muito baseada em capitais de curto prazo, pode indiciar situações de dificuldades de liquidez a curto prazo, ou de desequilíbrio financeiro. Contudo, a análise deste indicador deve ser sempre complementada com outros indicadores associados à questão da liquidez e do equilíbrio financeiro.

Ainda a propósito do endividamento, para além de conhecer o seu peso e tipologia, é relevante perceber se a empresa tem ou não capacidade para solver essas responsabilidades. Neste âmbito são utilizados indicadores tais como:

$$Cobertura\ Gastos\ de\ Financiamento = \frac{Resultados\ Operacionais\ (ou\ EBIT)}{Gastos\ de\ Financiamento}$$

Este indicador visa espelhar se, e em que medida os encargos financeiros são cobertos por resultados gerados pela actividade operacional da empresa. É também

usual adicionar os resultados operacionais (ou EBIT) adicionados das depreciações do exercício e da variação das provisões e perdas por imparidade do exercício (correspondentes aos gastos não desembolsáveis), ou seja, o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Contudo, ao nível da solvência a prazo, é adequado utilizar também o rácio de cobertura do serviço da dívida, como segue.

$$\text{Cobertura Serviço Dívida} = \frac{\text{Resultados Operacionais (ou EBIT)}}{\text{Serviço Dívida}}$$

Entenda-se como serviço da dívida não apenas os gastos de financiamento (juros suportados com passivo remunerado, e outros gastos de financiamento), mas também as amortizações de capital. De igual modo, podem ser adicionados aos resultados operacionais os gastos não desembolsáveis acima especificados. Quanto maior o potencial de geração de resultados e menor o endividamento, maior o grau de cobertura acima especificado. Uma dada empresa que apresente um grau de cobertura inferior a 1, reflecte o facto de estar excessivamente (ou indevidamente endividada), ao ponto de não gerar resultados suficientes para solver os compromissos de dívida. Naturalmente que num cenário destes, a empresa deve reequacionar o plano de reembolso do passivo.

Por fim, é também usual calcular o prazo de reembolso da dívida, o qual visa estabelecer em termos temporais, quantos anos, com o actual nível de geração de resultados, serão necessários para reembolsar por completo a dívida actual.

$$\text{Prazo Recuperação Dívida} = \frac{\text{Empréstimos Obtidos}}{\text{Res. Líquidos} + \text{Depreciações Exercício} + \text{Provisões Exercício}}$$

A problemática do endividamento é complexa e aponta sempre para o dilema risco / rendibilidade. De facto, quanto mais endividada está uma empresa, mais exposta ao risco se encontra mas, dentro de certos limites, maior será o seu potencial de rendibilidade ao nível dos capitais investidos. Voltar-se-á a esta matéria a propósito da análise da rendibilidade e do binómio risco / endividamento.

3.5. Análise de Rendibilidade

A análise de rentabilidade deve ser efectuada segundo duas ópticas fundamentais: (i) a rentabilidade do negócio e (ii) a rentabilidade dos capitais investidos.

A rentabilidade do negócio é dada pelo indicador Rentabilidade do Activo (RA), que se obtém através da expressão:

$$RA = \frac{\text{Re.s. Operacionais (ou EBIT)}}{\text{Activo}}$$

Este indicador é também calculado muitas vezes com recurso ao conceito de Activo Económico (que corresponde aos activos fixos adicionados das necessidades de fundo de maneo). Naturalmente que a sua análise é simples, ou seja, quanto mais rentável o negócio melhor. Convém contudo detalhar um pouco esta análise sumária, decompondo o indicador acima, em três indicadores muito relevantes para efeitos de análise do negócio:

$$\text{Rentabilidade Bruta} = \frac{\text{Re.s. Brutos}}{\text{Vendas}}$$

Este indicador permite concluir sobre a margem de comercialização média praticada sobre as vendas.

$$\text{Efeito Gastos Fixos} = \frac{\text{Re.s. Operacionais (ou EBIT)}}{\text{Resultado Bruto}}$$

Este indicador permite aferir em que medida o resultado bruto foi absorvido pelos gastos fixos da empresa (gastos de estrutura). Quanto menor o efeito de absorção pelos gastos fixos, maior o potencial de rentabilidade da empresa.

$$\text{Rotatividade Activo} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Activo}}$$

Este indicador exprime o grau de rotatividade do negócio. Nos casos de maior rotatividade maior o potencial de geração de rendimento ao nível do activo, no pressuposto de que o Resultado Bruto após dedução dos gastos de estrutura é positivo, caso contrário, potencia os prejuízos operacionais obtidos.

A análise a efectuar ao nível dos capitais investidos é dada pela Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP).

$$RCP = \frac{\text{Re s. Líquidos}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Com regularidade se verifica que são considerados os Capitais Próprios iniciais, ou seja, os resultados finais do exercício anterior.

É possível obter uma expressão equivalente, se multiplicarmos e dividirmos o quociente anterior pelo mesmo valor:

$$RCP = \frac{RL}{CP} \times \frac{A}{A} \times \frac{RB}{RB} \times \frac{V}{V} \times \frac{RO}{RO} \times \frac{RAI}{RAI}$$

Em que:

RL – Resultados Líquidos

A - Activo

RB – Resultados Brutos

V – Vendas Líquidas

RO – Resultados Operacionais (ou EBIT)

RAI – Resultados Antes de Impostos

Agrupando os quocientes de outra forma, obtém-se:

$$RCP = \frac{RB}{V} \times \frac{RO}{RB} \times \frac{V}{A} \times \frac{RAI}{RO} \times \frac{A}{CP} \times \frac{RL}{RAI}$$

A primeira parte do indicador já é conhecida. Trata-se da Rendibilidade do Activo, acima estudada em detalhe:

$$RA = \frac{RB}{V} \times \frac{RO}{RB} \times \frac{V}{A}$$

A segunda parte do indicador corresponde ao Efeito de Alavanca Financeira (EAF ou *Leveragde* Financeiro), ou seja, em que medida o facto de a empresa estar financiada por capitais alheios incrementa, ou não, a rendibilidade dos capitais investidos face à rendibilidade do negócio. Um EAF superior a 1 potencia a rendibilidade do activo, ao passo que um EAF inferior a 1, reduz essa rendibilidade.

$$EAF = \frac{RAI}{RO} \times \frac{A}{CP}$$

E finalmente, a última parte do indicador traduz a taxa média de imposto, neste caso o seu complementar (1-t).

$$(1-t) = \frac{RL}{RAI}$$

Esta metodologia de análise corresponde ao denominado modelo multiplicativo de análise da rendibilidade dos capitais próprios.

Contudo, é também bastante utilizado o modelo aditivo, que se apoia nos mesmos conceitos. Em suma, a rendibilidade dos capitais investidos não é mais do que a rendibilidade do activo, potenciada (ou não) pelo efeito do endividamento, ponderada pelos efeitos de resultados extraordinários e pela taxa de imposto. O modelo aditivo é dado pela seguinte expressão:

$$RCP = \left[RA + (RA - i) \times \frac{P}{CP} \right] \times (1 - t)$$

Em que:

RA – Rendibilidade do Activo

i – Taxa de remuneração dos capitais alheios

P – Passivo

CP – Capitais próprios

t – Taxa média de imposto sobre o rendimento (IRC)

Neste caso,

$$i = \frac{\text{Gastos de Financiamento}}{\text{Passivo}}$$

e

$$t = \frac{\text{Im posto Sobre Re ndimento}}{\text{Re sultados Antes Im postos}}$$

Na metodologia de análise subjacente ao modelo aditivo, o efeito de alavanca financeira (EAF ou *Leveradge Financeiro*) traduz-se pela expressão:

$$EAF = (RA - i) \times \frac{P}{CP}$$

Algumas conclusões importantes podem ser retiradas deste indicador. O efeito de alavanca financeira apenas é positivo (neste caso superior a 0), se a rendibilidade do activo (RA) for superior à taxa média de remuneração do passivo (i). Ou seja, a rendibilidade só é potenciada pelo endividamento, caso a taxa desse endividamento seja inferior à rendibilidade retirada com o investimento desses capitais no negócio. Caso esse diferencial seja positivo então, o efeito de alavanca financeira é tanto maior quanto maior for o endividamento, traduzido pelo rácio de estrutura (passivo / capitais próprios). Contudo esta verdade matemática carece de algum bom senso. Admita-se que uma empresa, que conclui ter uma diferença positiva entre RA e i, se endivida infinitamente para maximizar o efeito de alavanca financeira. Neste caso é absurdo

assumir que o maior peso do endividamento não se traduziria num aumento de i , porquanto as entidades financiadoras, apercebendo-se do forte endividamento da empresa, fariam repercutir na taxa de juro (i), o prémio de risco desse endividamento excessivo, até um ponto em que i seria maior do que RA , invertendo o efeito positivo da alavancagem financeira decorrente do endividamento. Por outro, e não menos importante, na prática a capacidade de endividamento de uma empresa não é infinito pelo que o indicador de endividamento terá necessariamente os seus limites.

Portanto, a verdade matemática do efeito de alavanca financeira só é possível de assumir dentro de certos patamares de endividamento, a partir dos quais a taxa de juro de remuneração dos capitais alheios sobe ao ponto de inverter tal efeito.

Veja-se o seguinte exemplo, numa empresa cujo total de activos é de 100, sendo no cenário A apenas financiada por capitais próprios, e no cenário B financiada em 50% por capitais próprios:

	Cenário A	Cenário B
Activo	100	100
Passivo	0	50
Capital Próprio	100	50
EBIT	20	20
Juros (10%)	0	5
Resultado Antes Impostos	20	15
Imposto (40%)	8	6
Resultados Líquidos	12	9
RCP	12%	18%

Como é possível concluir, neste caso, no cenário B a RCP é superior, sendo este o cenário em que existe endividamento. Tal só se verifica porque a RA (20%) é superior a i (10%).

3.6. Indicadores de Risco

Em termos financeiros, o conceito de risco está associado a incerteza, ou seja, variabilidade. A variabilidade nos resultados está sempre associada à estrutura dos

resultados. Assim, existem um conjunto de indicadores que visam mensurar essa variabilidade dos resultados.

O indicador Grau de Alavanca Operacional (GAO), mede a variabilidade percentual dos resultados operacionais face a variações percentuais unitárias do volume de negócios. O indicador é dado pela expressão:

$$GAO = \frac{\text{Resultados Brutos}}{\text{Resultados Operacionais}}$$

A interpretação deste indicador tem a ver com o seu valor absoluto. Quanto maior for esse valor, maior a variabilidade dos resultados, ou seja maior a incerteza quanto aos resultados (risco). Se, por exemplo, o resultado do indicador for 2, tal significa que, a variações percentuais unitárias do volume de negócios (1%), correspondem variações de 2% nos resultados operacionais. O risco é tanto maior, quanto maior for o peso dos gastos fixos de estrutura. Empresas que apresentem um reduzido nível de gastos fixos, apresentam um nível de risco operacional também reduzido.

A análise deste indicador deve ser complementada com a análise dos efeitos dos gastos de financiamento na estrutura dos resultados. A variabilidade ocorrida nos resultados após dedução dos gastos de financiamento (ou seja, resultados antes de impostos) derivada de variações percentuais unitárias nos resultados operacionais – Grau de Alavanca Financeira (GAF) - é dada pela expressão:

$$GAF = \frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Resultados Correntes}}$$

Se, por exemplo, o seu resultado for 1,5 tal significa que, a variações de 1% nos Resultados Operacionais, corresponde uma variação de 1,5% nos Resultados Antes de Impostos. De igual modo, um valor elevado, significa uma elevada variabilidade dos resultados, o que traduz um peso elevado dos Gastos de Financiamento. Quanto menor o peso dos Gastos de Financiamento, menor o risco medido como variabilidade.

O efeito combinado do GAO e GAF traduz-se no Grau Combinado de Alavanca, que, em última análise, agrega os efeitos anteriores.

$$GCA = GAO \times GAF$$

A análise do indicador acima é feita de forma similar. O indicador mensura a variação percentual ocorrida nos Resultados Antes de Impostos decorrente de variações percentuais unitárias no volume de negócios.

O exemplo abaixo descreve os efeitos nas variações dos resultados para duas empresas com perfis de resultados distintos, mas que apresentam o mesmo resultado corrente:

	Empresa A	Var. 1%	Empresa B	Var. 1%
Vendas	500	505	500	505
Gastos Variáveis	400	404	100	101
Resultados Brutos	100	101	400	404
Gastos Fixos	50	50	350	350
EBIT	50	51	50	54
Gastos Financiamento	10	10	10	10
RAI	40	41	40	44
 G.A.O	 2,00		 8,00	
G.A.F	1,25		1,25	
G.C.A	2,50		10,00	

Na situação inicial, as empresas A e B, apresentam os mesmos resultados, sendo que A tem uma menor margem bruta e um maior peso de gastos fixos, e B uma margem bruta maior, e um peso reduzido dos gastos fixos. Em ambos os casos, fez-se variar o volume de negócios em + 1%, mantendo-se os gastos fixos constantes (por definição) e, bem assim, os gastos de financiamento. Repare-se que na empresa A os Resultados Operacionais (EBIT) variaram 2% (o GAO é naturalmente 2), e os Resultados Antes de Impostos 2,5% (o GAF é de 2,5). Na empresa B o Resultado Operacional (EBIT) variou 8% (o GAO é de 8) e os Resultados Antes de Impostos 10% (o GAF é 10).

Globalmente B apresenta um grau de risco superior a A, na medida em que face a variações percentuais idênticas do volume de negócios, os seus resultados variaram mais (10%), do que os resultados de A (2,5%). Tal prende-se como foi visto, com a estrutura dos resultados apresentados pelas empresas aqui analisadas. A variabilidade (leia-se, imprevisibilidade) dos resultados de B é superior, logo o seu grau de risco é também superior.

É comum também, analisar o risco tendo em conta o grau de segurança que uma dada empresa apresenta na obtenção de resultados positivos. Quer isto dizer que uma dada empresa apresenta resultados positivos pois o volume de negócios realizado é tal, que permite a obtenção de um resultado bruto que financia todos os gastos de estrutura. Tal indicador denomina-se Margem de Segurança (MS), e traduz em que medida o volume de negócios está acima do chamado ponto crítico das vendas, ou seja, o volume de vendas mínimo a partir do qual se obtêm resultados positivos. Assim,

$$MS = \left(\frac{V}{PC} - 1\right) \times 100\%$$

Em que V representa o Volume de Negócios e PC representa o Ponto Crítico. Este é obtido pela expressão:

$$PC = \frac{CF}{1 - \frac{CV}{V}}$$

Em CF, representa os Gastos Fixos, e CV representa os Gastos Variáveis.

Uma empresa apresenta uma Margem de Segurança tanto maior quanto maior for a diferença positiva entre o volume de negócios e o ponto crítico. Uma Margem de Segurança elevada corresponde a um grau de risco reduzido. Portanto, quanto mais reduzido for o Ponto Crítico maior o potencial para atingir uma Margem de Segurança elevada. A obtenção de um ponto crítico reduzido passa necessariamente pela apresentação de um reduzido peso de gastos fixos de estrutura, e pela obtenção de uma margem bruta elevada.

Os níveis de risco atrás estudados (GAO, GAF E GCA) são máximos na vizinhança do Ponto Crítico. Ou seja, quanto mais próximo uma empresa estiver do seu Ponto Crítico, maior o risco. Em conclusão, quanto menor a Margem de Segurança maior o risco.

Exemplificando o cálculo do ponto crítico para as empresas A e B atrás estudadas:

	Empresa A	Empresa B
Vendas	500	500
Gastos Variáveis	400	100
Resultados Brutos	100	400
Gastos Fixos	50	350
EBIT	50	50
Gastos Financiamento	10	10
RAI	40	40
G.A.O	2,00	8,00
G.A.F	1,25	1,25
G.C.A	2,50	10,00
Ponto Crítico	250	437,5
Margem Segurança	100%	14,3%

Como seria de esperar, a Margem de Segurança da empresa B é menor que a Margem de Segurança da empresa A, atendendo a que o seu ponto crítico para a actual estrutura de gastos é superior à da empresa A, o que se traduz em graus de alavanca superiores para a empresa B.

3.7. O Equilíbrio Financeiro

Foi abordado no ponto 2 deste capítulo a elaboração do Balanço Funcional, enquanto demonstração de enorme utilidade no âmbito da análise financeira. De facto assim é, quer pelas razões já apresentadas atrás, quer para efeitos de análise do equilíbrio financeiro reflectido na situação patrimonial de uma dada empresa.

O Balanço Funcional apresenta a seguinte configuração:

Activos Fijos	Capital Permanente
Necessidades Cíclicas	Recursos Cíclicos
Tesouraria Activa	Tesouraria Passiva

Figura 2.5 – O Balanço Funcional

Ou em versão mais resumida,

Activos Fijos	Capital Permanente
Necessidades Fundo de Maneio	Tesouraria Líquida

Figura 2.6 – O Balanço Funcional – Activo Económico

Em tese, diz-se que uma empresa apresenta uma situação de equilíbrio financeiro quando a sua Tesouraria Líquida é nula, ou seja quando o Fundo de Maneio (FM) iguala as Necessidades de Fundo de Maneio (NFM).

$$TL = 0 \Rightarrow FM = NFM$$

De facto assim é. Caso os capitais permanentes libertos sejam suficientes para financiar as necessidades cíclicas, tal origina uma situação de aparente equilíbrio financeiro. Uma Tesouraria Líquida negativa implica que parte da actividade cíclica operacional seja financiada com recurso a passivos (bancários) de curto prazo, o que se torna mais caro em termos de remuneração dos capitais alheios e exige um grau de permanência elevado desses capitais de curto prazo. A situação inversa traduzida por uma tesouraria activa positiva e elevada, significa que existem recursos libertados pela exploração que não estão a ser rentabilizados por essa mesma exploração, ou seja, são capitais de curto prazo sem movimento, que não entraram no circuito operacional

gerador de riqueza. Uma gestão otimizada, em tese, aponta para níveis de tesouraria próximos de zero.

Contudo, esta afirmação carece de uma análise mais aprofundada. Dependendo do negócio onde uma dada empresa opera, as denominadas Necessidades de Fundo de Maneio (NFM), correspondentes a activos circulantes deduzidos de passivos circulantes poderão ter um carácter de permanência mais ou menos cíclico. De facto, numa empresa com um ciclo de exploração com fortes características de sazonalidade, pode não apresentar com carácter de permanência NFM. Provavelmente em períodos de maior rotatividade do negócio, as NFM serão maiores, e em períodos de menor rotatividade serão menores. Poder-se-á então distinguir dois tipos de NFM: as que (i) têm carácter de permanência, e (ii) as que são esporádicas. Em face de tal realidade ao nível do carácter cíclico das NFM, é possível esquematizar o seguinte gráfico:

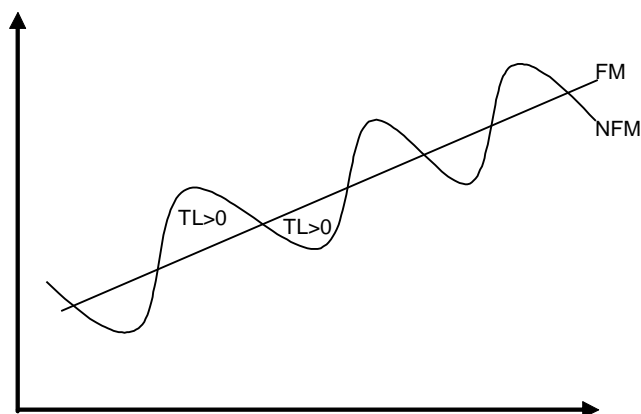


Figura 2.7 – Evolução do FM e NFM ao longo de um período

Em face dos cenários que se colocam, é possível caracterizar as seguintes estratégias ao nível do equilíbrio financeiro:

Estratégia Ortodoxa: na qual o FM é igual às NFM totais (permanentes e cíclicas), ou seja, toda a necessidade de capitais cíclicos é financiada com capitais permanentes. Tal irá gerar períodos de excedentes de tesouraria, quando as NFM cíclicas não ocorrerem.

Estratégia Defensiva: na qual o FM é sempre superior às NFM totais (permanentes e cíclicas), ou seja, toda a necessidade de capitais cíclicos é financiada com capitais permanentes, havendo em termos permanentes um excedente de tesouraria líquida.

Estratégia Agressiva: na qual o FM é igual às NFM Permanentes, ou seja, os capitais permanentes apenas financiam os activos fixos e as NFM permanentes. Neste caso, em períodos de em que as NFM são mais elevadas, as NFM cíclicas são financiadas por tesouraria passiva, ou seja, capitais alheios à exploração, de curto prazo.

Estratégia Arriscada: na qual o FM é inferior às NFM Permanentes. Neste caso, a tesouraria líquida é sempre negativa, ou seja, passiva.

É ainda possível esquematizar a problemática do equilíbrio financeiro, definindo os seguintes quadrantes em termos gráficos:

As zonas sombreadas correspondem a áreas em que a Tesouraria Líquida (TL) é negativa, e as zonas não sombreadas correspondem a áreas em que a TL é positiva. Assim, a análise do gráfico 8, permite a definição das seguintes situações, partindo do quadrante 1:

$FM > 0$, $NFM > 0$, $TL > 0$ – corresponde a um cenário coincidente com a estratégia defensiva atrás analisada, não ocorrendo situações em que a tesouraria líquida seja negativa, ou seja, havendo sempre um excedente ao nível de fundo de maneo. Este cenário revela a existência de folgas ao nível financeiro.

$FM > 0$, $NFM > 0$, $TL < 0$ – trata-se de uma situação em que o fundo de maneo sendo positivo, não é suficiente para financiar as necessidades cíclicas de exploração, sendo parte destas financiadas por recursos alheios de curto prazo

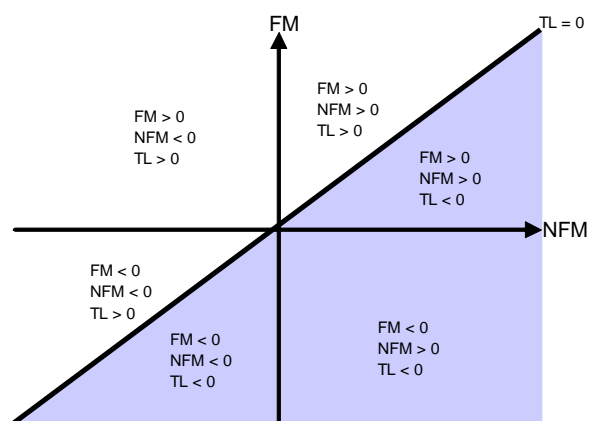


Figura 2.8 – Cenários ao nível do equilíbrio financeiro

$FM < 0$, $NFM > 0$, $TL < 0$ – trata-se de uma situação particularmente gravosa em termo de equilíbrio financeiro, na qual não existem quaisquer recursos permanentes disponíveis para financiar necessidades cíclicas. Esta situação é bastante arriscada, porquanto necessidades estáveis são financiadas com recursos de curto prazo, o que pode gerar insustentabilidade a prazo.

$FM < 0$, $NFM < 0$, $TL < 0$ – apesar deste cenário configurar uma situação gravosa tal como no caso anterior, existem neste caso excedentes cíclicos de exploração que financiam parte da insuficiência de capitais permanentes. Contudo, tal como no cenário anterior, o desequilíbrio financeiro é inequívoco, e traduz-se na insuficiência de capitais permanentes.

$FM < 0$, $NFM < 0$, $TL > 0$ – neste cenário, apesar da situação ser substancialmente idêntica ao caso anterior, os excedentes cíclicos de exploração superam as insuficiências ao nível do fundo de maneio. Sendo uma situação em que existem excedentes de tesouraria, trata-se de um cenário de risco extremo.

$FM > 0$, $NFM < 0$, $TL > 0$ – trata-se da situação ideal ao nível do potencial de geração de excedentes de tesouraria, em que não só existem recursos libertos ao nível de capitais estáveis, como também existem excedentes criados pela actividade cíclica de exploração, configurando níveis de tesouraria tendencialmente elevados.

Em termos de equilíbrio financeiro, trata-se sempre de um tema em que releva, sobretudo, um compromisso entre o possível e o ideal. Contudo, uma conclusão óbvia pode ser retirada: existindo insuficiências ao nível da tesouraria (tesouraria passiva), tal configura uma situação arriscada em termos de estratégia de financiamento porquanto as necessidades cíclicas, e, por vezes, permanentes, são financiadas por capitais alheios com carácter de curto prazo, que podem nem sempre estar disponíveis, e sendo passivos bancários, são por regra remunerados a taxas elevadas, afectando decisivamente a rendibilidade dos capitais investidos. Numa outra perspectiva sobre este tema, a existência de excedentes elevados de tesouraria pode indiciar uma gestão financeira pouco equilibrada, no sentido da não optimização dos capitais associados ao negócio.

3.8. Indicadores de Mercado

Muitas vezes há necessidade de recorrer a indicadores com base em dados fornecidos por mercados de capitais, em especial quando se trata de investidores que avaliam aplicações alternativas, em função de potenciais de rendimento e / ou de recuperação do investimento. Os indicadores mais utilizados neste âmbito são os seguintes:

$$Price\ Earnings\ Ratio\ (PER) = \frac{Preço\ Cotação}{Resultado\ por\ Acção}$$

O PER significa o número de anos para recuperar o investimento sob a forma de dividendos ou aumento do Equity (caso não haja dividendos), adquirindo a acção ao preço de cotação actual. Este múltiplo assume um pressuposto fundamental pois admite lucros constantes ao longo dos anos. Numa análise imediata, um PER baixo é mais favorável, na medida em que se admite que a sua cotação é exageradamente baixa. No entanto há que ter em atenção que os mercados incorporam nas cotações informações sobre o potencial de desenvolvimento / crescimento das empresas, atribuindo PER mais altos às empresas para as quais se prevê maior potencial. Contudo, um PER elevado

face a outra empresa traduz-se no facto de o investimento realizado demorar mais tempo a recuperar, pelo que o título pode ser, nessa perspectiva, menos atractivo. Em contrapartida, pode ser interpretado como uma acção de baixo risco, em que o accionista exige uma rendibilidade mais reduzida.

Também, com frequência é utilizado o indicador Price Cash Earnings (PCE), ou também denominado Price Cash Flow (PCF), dado pela expressão

$$\text{Price Cash Flow (PCF)} = \frac{\text{Preço Cotação}}{\text{Cash Flow por Acção}}$$

Neste caso, a denominação cash flow á algo abusiva. É mais correcto interpretar o denominador como sendo o auto-financiamento dado por:

$$\text{Autofinanciamento} = \text{Resultados Líquidos} + \text{Depreciações Exercício} + \text{Provisões Exercício}$$

Fundamentalmente trata-se de um indicador idêntico ao PER. Neste, o enfoque é colocado no dividendo, enquanto que, no PCF, o enfoque é colocado no auto-financiamento. As conclusões a retirar são similares.

Menos utilizado é o Price Book Value (PBV), cuja expressão é a seguinte:

$$\text{Price Book Value (PBV)} = \frac{\text{Preço Cotação}}{\text{Valor Contabilístico de cada Acção}}$$

O valor contabilístico da acção é dado pelo rácio:

$$\text{Valor Contabilístico Acção} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Número Acções}}$$

O PBV traduz a relação entre a cotação num dado momento e o valor contabilístico por acção (capital próprio / número de acções). O PBV expressa quantas vezes a cotação está acima do valor patrimonial da empresa.

Em suma, um PBV superior a 1 indica que a cotação é superior ao valor contabilístico da ação e, pelo contrário, um PBV inferior a 1 indica que a cotação é inferior ao valor contabilístico. Em última análise, o PBV permite avaliar de forma sucinta sobre ou sub cotações das acções (indicador superior a 1 ou inferior a 1, respectivamente), no mercado de capitais face ao valor real do património líquido das empresas.

4. A elaboração de um Relatório de Análise Financeira

As conclusões que decorrem da informação fornecida pelos indicadores calculados, pode ser sistematizada num relatório de análise financeira. Não existe uma forma ou modelo pré-definido de relato. Contudo será apresentada aqui uma proposta orientadora sobre uma estruturação possível desses relatórios.

Como foi visto atrás, uma empresa interage com o seu ambiente externo, sendo a sua posição financeira e os resultados das suas operações o reflexo das sucessivas interacções ocorridas. Nesta perspectiva, deverá qualquer relatório apresentar um ponto introdutório, sobre a componente contextual da empresa, e evolução histórica desta nos períodos anteriores (dois ou três anos), por forma a melhor enquadrar a análise relativa ao ano em apreciação.

Após esta descrição introdutória (histórica), serão analisados os indicadores respeitantes ao exercício em apreciação. Nesta fase as conclusões devem ser analisadas segundo quatro prismas distintos:

- (i) A óptica económica, que se prende com a análise dos indicadores económicos e a análise de rendibilidade activo e dos capitais próprios;
- (ii) A óptica financeira, que tem a ver com a análise dos indicadores de liquidez, endividamento e funcionamento;
- (iii) A análise do equilíbrio financeiro, que decorre da análise do balanço funcional e da própria estrutura financeira abordada no ponto anterior;

- (iv) A análise do risco, que tem a ver com os indicadores que mensuram a variabilidade dos resultados e análise do ponto crítico e respectiva margem de segurança.

A análise conjunta destes pontos permitirá definir uma conclusão global, e apontar vectores para resolução de eventuais problemas apresentados. Para tanto, a análise será tanto mais rica se, na sua fase conclusiva, apresentar uma previsão contextual do ambiente com que a empresa interage, no sentido de poder apontar eventuais evoluções previsíveis em função de informação relevante ao nível da estratégia de actuação da própria empresa.

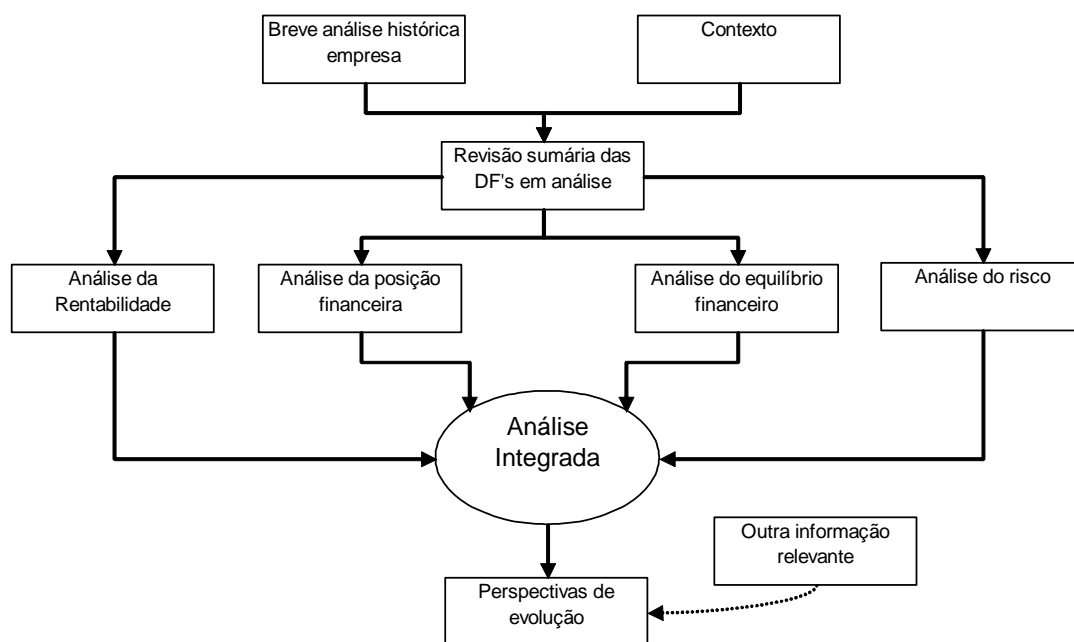


Figura 2.9 – Elaboração de um relatório de análise financeira

5. Casos Práticos

CASO 1

Comente o impacto dos seguintes factos no balanço, demonstração de resultados e demonstração de fluxos de caixa

- a. Reembolso de 2.000 €uros relativos a um empréstimo bancário;
- b. O crédito sobre o cliente JOTA no valor de 400 €uros, foi considerado como incobrável. Sobre este activo havia sido reconhecida uma perda por imparidade na totalidade.
- c. Foi paga uma factura de 4.000 €uros ao fornecedor ZE.
- d. Foi contraído um empréstimo de curto prazo para fazer face a necessidades de tesouraria, no valor de 2.000 €uros.
- e. Foi concedido um empréstimo a uma empresa associada no valor de 10.000 €uros.
- f. Foi descontada uma letra no banco no valor de 500 €uros. O banco cobrou juros no valor de 35 €uros.
- g. A empresa realizou novos investimentos no valor de 15.000 €uros, tendo pago 50% a pronto, sendo o remanescente financiado por locação financeira.
- h. A empresa aceitou uma letra a um cliente no valor de 580 €uros.
- i. Foram efectuadas vendas a crédito no valor de 6.000 €uros. As mercadorias vendidas haviam custado 2.000 €uros.
- j. Foram efectuadas compras a crédito no valor de 4.000 €uros.
- k. Foram atribuídos e pagos dividendos aos accionistas no valor de 4.000 €uros.
- l. Foi solicitada uma garantia bancária ao banco, por exigência de um concurso público em que a empresa iria participar.

Resolução

	Balço	DR	DFC
a)	Passivo – Activo -	-	Caixa -
b)	Activo – Passivo -	-	-
c)	Activo – Passivo -	-	Caixa -
d)	Activo + Passivo +	-	Caixa +
e)	Activo + Activo -	-	Caixa -
f)	Activo + Activo -	Gastos +	Caixa +
g)	Activo + / - Passivo +	-	Caixa -
h)	Activo + Activo -	-	-
i)	Activo + Activo -	Rendimentos + Gastos +	-
j)	Activo + Passivo +	-	-
k)	Activo - Capital Próprio -	-	Caixa -
l)	-	-	-

CASO 2

A empresa GAMA apresenta o seguinte balanço em 31 de Dezembro de N:

Activo	
Activos Fixos	16.400
Inventários	3.000
Clientes	2.100
Meios Financeiros	3.500
Total	25.000
Capital Próprio	
Capital	16.000
Reservas	5.500
Resultado Líquido	2.000
Passivo	1.500
Total	25.000

Durante N+1 ocorreram as seguintes operações:

- A Assembleia Geral deliberou distribuir 70% dos resultados aos accionistas, sendo o restante incorporado em reservas.
- Foi realizado um investimento de 35.000 Euros, totalmente financiado com um empréstimo bancário, contraído para o efeito, reembolsável em 5 anos.
- Foi efectuado um reforço do capital em 10.000 Euros, sendo 50% por entradas em dinheiro, e o restante por incorporação de reservas;
- O passivo inicial foi integralmente liquidado.

Quais as implicações destas operações no balanço da empresa GAMA?

Resolução

Activo	Sit. Inicial	(a)	(b)	(c)	(d)	Sit. Final
Activos Fixos	16.400		+ 35.000			51.400
Inventários	3.000					3.000
Clientes	2.100					2.100
Meios Financeiros	3.500	- 1.400		+ 5.000	- 1.500	5.600
Total	25.000					62.100
Capital Próprio						
Capital	16.000			+ 10.000		26.000
Reservas	5.500	600		- 5.000		1.100
Resultado Líquido	2.000	- 2.000				0
Passivo	1.500		+ 35.000		- 1.500	35.000
Total	25.000					62.100

CASO 3

A empresa IEF apresentava o seguinte balanço a 31 de Dezembro de N:

Activo	
Activos Fixos	17.000
Inventários	3.500
Clientes	2.000
Meios Financeiros	500
Total	23.000
Capital Próprio	
Capital	14.000
Reservas	2.000
Resultado Líquido	2.500
Passivo	4.500
Total	23.000

Sabendo que em N+1:

- Foram atribuídos e pagos dividendos no valor de 50% do resultado obtido, sendo o restante incorporado em reservas;
- O resultado líquido em N+1 foi de 2.300 €uros;
- O passivo não sofreu qualquer alteração;

Elabore o balanço da empresa IEF, para o exercício findo em 31 de Dezembro de N+1.

Resolução

Activo	
Activos Fixos	17.000
Inventários	3.500
Clientes	2.000
Meios Financeiros	1.550
Total	24.050
Capital Próprio	
Capital	14.000
Reservas	3.250
Resultado Líquido	2.300
Passivo	4.500
Total	24.050

Nota: o Resultado líquido de 2.300 Euros foi totalmente incluído na rubrica meios financeiros.

CASO 4

Admita a seguinte informação relativa à empresa ABDR relativa ao ano N:

Custo mercadorias vendidas	?
Vendas e prestações de serviços	13.000
Activos fixos líquidos	25.000
Taxa de imposto	20%
Rendimentos financeiros	5.000
Resultado líquido	?
Reservas e resultados transitados	18.560
Número de Accções	3.000
Valor nominal de cada accção	?
Clientes	?
Resultado antes de imposto	1.800
Inventários	10.000
Gastos com pessoal	1.500
Fornecimentos e serviços externos	1.800
Depreciações do exercício	1.200
Meios financeiros	8.000
Passivo total	15.000
Rácio de endividamento	30%

Elabore o balanço e demonstração de resultados da empresa ABDR relativos ao ano N, admitindo que não existem outras rubricas para além das indicadas.

Resolução

Gastos		Rendimentos	
<i>Custo mercadorias vendidas</i>	<i>11.700</i>	Vendas e prestações de serviços	13.000
Fornecimentos e serviços externos	1.800		
Gastos com pessoal	1.500		
Depreciações do exercício	1.200	Rendimentos financeiros	5.000
Gastos de financiamento	0		
<i>Imposto</i>	<i>360</i>		
<i>Resultado Líquido</i>	<i>1.440</i>		

Resultados Operacionais (EBIT)	- 3.200
Resultados Financeiros	5.000
Resultado Antes Impostos	1.800
Resultados Líquidos	1.440

Activo		Capital Próprio	
Activo Não Corrente		Capital	
Activos Fixos	25.000	Reservas e resultados transitados	18.560
		Resultado líquido	1.440
Activo Corrente		<i>Total Capital Próprio</i>	<i>35.000</i>
Inventários	10.000		
<i>Cientes</i>	<i>7.000</i>		
Meios Financeiros	8.000		
		Passivo	
		Total Passivo	15.000
<i>Total Activo</i>	<i>50.000</i>	<i>Total Passivo e Capital Próprio</i>	<i>50.000</i>

Endividamento = Passivo / Activo \Leftrightarrow 0,3 = 15.000 / Activo \Leftrightarrow Activo = 50.000

Total Capital Próprio = 50.000 – 15.000 = 35.000

Cientes = 50.000 – 25.000 – 10.000 – 8.000 = 7.000

Resultado Antes de Imposto = Rendimentos - Gastos

$$1.800 = 13.000 + 5.000 - (1.800 + 1.500 + 1.200 + \text{CMV})$$

$$\text{CMV} = 11.700$$

$$\text{Imposto} = 1.800 \times 20\% = 360$$

$$\text{Capital} = 35.000 - 18.560 - 1440 = 15.000$$

$$\text{Valor unitário de cada acção} = 15.000 / 3.000 = 5$$

CASO 5

A empresa TBX apresenta o seguinte balancete do razão preliminar:

	Débito	Crédito
Depósitos à ordem	100	
Clientes	350	
Fornecedores		370
Financiamentos obtidos		800
Estado		40
Inventários	900	
Ativos fixos tangíveis	1.400	
Depreciações acumuladas		400
Capital		1.000
Resultados transitados		50
Custo mercadorias vendidas	150	
Fornecimentos e serviços externos	130	
Gastos com pessoal	180	
Gastos de financiamento	400	
Vendas		810
Rendimentos financeiros		140

Admita que ainda não foram registados os seguintes factos:

- As depreciações do exercício ascendem a 200 €uros.
- Estão registados em FSE's 100 €uros relativos a um contrato de manutenção de um equipamento, com a duração de 2 anos.
- Não foram registados juros vincendos respeitantes aos meses de Novembro e Dezembro. Os juros são pagos trimestralmente, sendo a próxima prestação paga em 1 de Fevereiro, no valor de 90 €uros.
- O imposto sobre o rendimento é calculado com base numa taxa de 25%.

Com base nas informações acima:

- Elabore a demonstração dos resultados da empresa TBX.
- Comente a demonstração de resultados da empresa TBX, recorrendo aos indicadores de rentabilidade que julgar adequados.

Resolução

Gastos		Rendimentos	
Custo mercadorias vendidas	150	Vendas e prestações de serviços	810
Fornecimentos e serviços externos	80		
Gastos com pessoal	180	Rendimentos financeiros	140
Depreciações exercício	200		
Gastos de financiamento	460		
Imposto	0		
Resultado líquido	- 120		
Total	950	Total	950

Resultado Bruto	660
Resultado Operacional (EBIT)	200
Resultado Financeiro	-320
Resultado Antes Imposto	-120
Resultado Líquido	-120

Depreciações = 200

FSE = $130 - 50 = 80$ (diferimento do contrato de manutenção)

Gastos de financiamento = $400 + 90 \times \frac{2}{3} = 460$

Imposto = 0 (dado que os resultados são negativos e ignorando eventuais tributações autónomas)

Nota: admitiu-se como pressuposto que os gastos variáveis correspondem aos custos das mercadorias vendidas.

Rendibilidade bruta das vendas = $660 / 810 = 81,5\%$

Rentabilidade operacional das vendas = $200 / 810 = 24,7\%$

Rentabilidade líquida das vendas = $- 14,8\%$

A elevada rendibilidade bruta das vendas suporta os gastos fixos. Contudo a rentabilidade operacional apresentada após dedução dos gastos de estrutura não é suficiente para fazer face ao elevado peso dos gastos de financiamento.

CASO 6

Admita os seguintes elementos das demonstrações financeiras das empresas ALFA e BETA:

	ALFA	BETA
Vendas	120.000	30.000
Custo das Vendas	90.000	15.000
Resultado Bruto	30.000	15.000
Gastos fixos desembolsáveis	4.000	8.000
Depreciações	12.000	2.000
Resultado Operacional (EBIT)	14.000	5.000
Gastos de financiamento	10.000	1.000
Resultado antes de impostos (RAI)	4.000	4.000
Imposto	800	1.000
Resultado líquido	3.200	3.000

Comente com base nos indicadores de rentabilidade que conhece, a composição da demonstração dos resultados das empresas ALFA e BETA.

Resolução

	ALFA	BETA
Rentabilidade bruta das vendas	25,0%	50,0%
Rentabilidade operacional das vendas	11,7%	16,7%
Rentabilidade líquida das vendas	2,7%	10,0%

BETA apresenta uma rentabilidade bruta das vendas de 50% (o dobro de ALFA). Contudo BETA tem um peso elevado de gastos de estrutura que, mesmo assim, ainda permite a obtenção de uma rentabilidade operacional positiva. ALFA tem em termos comparativos um peso menor dos gastos de estrutura, mas em contrapartida apresenta gastos de financiamento muito elevados que absorvem a rentabilidade operacional das vendas, ao passo que BETA praticamente não tem gastos de financiamento, mantendo a rentabilidade líquida das vendas nos 10%.

CASO 7

Admita os seguintes elementos das demonstrações financeiras das empresas UM e DOIS:

	UM	DOIS
Activos Fijos	15.000	3.000
Inventários	48.000	1.000
Clientes	12.000	900
Meios Financeiros	1.000	100
Capital próprio	6.000	1.000
Passivo MLP	40.000	3.000
Passivo CP	30.000	1.000

Calcule os indicadores de liquidez geral, reduzida e imediata para ambas as empresas e comente os resultados obtidos.

Resolução

	UM	DOIS
Liquidez geral	2,033	2,00
Liquidez reduzida	0,433	1,00
Liquidez imediata	0,033	0,10

Apesar de UM apresentar uma liquidez geral superior a DOIS (ambas elevadas), o facto de os inventários representarem uma porção muito elevada do seu activo de curto prazo (78%), implica que a liquidez reduzida e imediata de UM sejam bastante baixas, ao contrário do que se verifica em DOIS, em que o peso relativo dos inventários nos activos de curto prazo é menor (50%).

CASO 8

Admita os seguintes indicadores de liquidez das empresas TAI e TEI:

	TAI	TEI
Liquidez Geral	30%	50%
Liquidez Reduzida	10%	12%
Liquidez Imediata	1%	1%

Sabendo que o passivo de curto prazo de ambas as empresas é de 50.000 €uros, qual das empresas apresenta em termos relativos:

- Maior valor na rubrica inventários
- Maior valor na rubrica clientes
- Maior valor na rubrica meios financeiros

Resolução

	TAI	TEI
Activos curto prazo	15.000	25.000
Activos curto prazo – inventários	5.000	6.000
Inventários	10.000	19.000

Activos curto prazo – inventários	5.000	6.000
Activos curto prazo – inventários - clientes	500	500
Clientes	4.500	5.500

Meios Financeiros	500	500
--------------------------	------------	------------

CASO 9

Admita as empresas GAMA e ZETA, que apresentam os seguintes balanços sintéticos:

	GAMA	ZETA
Activos fixos	45.000	5.500
Clientes	3.000	1.500
Meios financeiros	21.000	2.000
Capital próprio	55.000	4.000
Passivo MLP (Não Corrente)	10.000	1.000
Passivo CP (Corrente)	4.000	4.000

Determine os seguintes indicadores para ambas as empresas, e comente os resultados obtidos. Tome como pressuposto que o resultado operacional de ambas é de 3.000 €uros, que as amortizações são calculadas com base em 10% dos activos fixos, não existindo provisões constituídas e que a dívida de ML Prazo (não corrente) é reembolsada em 10 anos à taxa de 5% ao ano.

- Endividamento
- Autonomia financeira
- Debt to equity
- Peso do endividamento de ML/P
- Estrutura do endividamento
- Cobertura dos gastos de financiamento
- Cobertura do serviço da dívida

Resolução

	GAMA	ZETA
Endividamento	20,3%	55,6%
Autonomia financeira	79,7%	44,4%
Debt to equity	25,4%	125%
Peso da dívida de MLP (Não Corrente)	71,4%	20%
Estrutura do endividamento	28,6%	80%
Cobertura gastos de financiamento	6	60
Cobertura serviço da dívida	2	20

A empresa ZETA apresenta um maior grau de endividamento do que a empresa GAMA, ou seja, menor autonomia financeira. Contudo, esse passivo é sobretudo de médio longo prazo (não corrente), o que desonera os indicadores de cobertura.

Contudo, este facto poderá indiciar maior pressão na tesouraria de curto prazo (corrente), dada a exigibilidade imediata dos empréstimos de curto prazo.

CASO 10

Construa o balanço da empresa HAH, sabendo os seguintes elementos:

- Autonomia financeira 20%;
- Peso do endividamento de Longo Prazo (Não Corrente): 15%;
- Total do Passivo: 30.000 Euros;
- Meios financeiros: 1.000 Euros
- Peso dos activos fixos no activo total: 25%

Resolução

Activo		Capital Próprio	
Activos Não Corrente			
Activos Fixos tangíveis	9.375		
		Total Capital Próprio	7.500
Activo Corrente			
Inventários e Clientes	21.725		
Meios Financeiros	1.000		
		Passivo	
		Passivo Não Corrente	4.500
		Passivo Corrente	25.500
		Total Passivo	30.000
Total Activo	37.500	Total Passivo e Capital Próprio	37.500

Autonomia financeira = 20% => Endividamento = 80%

Endividamento = $P / A \Leftrightarrow 0,8 = 30.000 / A \Leftrightarrow A = 37.500$

$CP = A - P = 37.500 - 30.000 = 7.500$

Nota:

CP – capital próprio

A – activo

P - Passivo

CASO 11

Admita os seguintes balanços da empresa GOMEZ:

	Ano N+2	Ano N+1	Ano N
Activos fixos tangíveis (líquidos)	42.000	40.000	25.000
Inventários	12.000	8.000	7.000
Clientes	35.000	30.000	12.500
Meios financeiros	21.000	2.000	2.500
Capital próprio	55.000	40.000	40.000
Passivo Não Corrente	45.000	20.000	2.000
Passivo Corrente	10.000	20.000	5.000

a) Construa o balanço funcional da empresa para os 3 períodos.

b) Comente o equilíbrio financeiro da empresa para o triénio.

Resolução

	Ano N+2	Ano N+1	Ano N
1. Activos fixos	42.000	40.000	25.000
2. Necessidades cíclicas	47.000	38.000	19.500
3. Tesouraria activa	21.000	2.000	2.500
4. Capitais permanentes	100.000	60.000	42.000
5. Recursos cíclicos	10.000	20.000	5.000
6. Tesouraria passiva	-	-	-
Fundo de Maneio (4-1)	58.000	20.000	17.000
Necessidades Fundo de Maneio (2-5)	37.000	18.000	14.500
Tesouraria Líquida (3-6)	21.000	2.000	2.500

A empresa vem apresentando desde o ano N um equilíbrio financeiro satisfatório, sendo as suas necessidades de fundo de maneio integralmente financiadas pelo fundo de maneio, gerando, no triénio em análise uma tesouraria líquida positiva, com especial enfoque no ano N+2, dado o aumento significativo do fundo de maneio, por via do aumento do capital próprio e do passivo de ML prazo.

CASO 12

A empresa BETA apresenta os seguintes indicadores retirados do seu balanço funcional:

Fundo de Maneio	4.000
Activos Fixos	20.000
Necessidades de Fundo de Maneio	1.000
Tesouraria activa	3.000
Inventários	0
Passivo total	40.000
Peso do endividamento de Longo Prazo	50%

- a) Elabore o balanço da empresa BETA.
- b) Comente o equilíbrio financeiro da empresa BETA.

Resolução

Activo		Capital Próprio	
Activo Não Corrente			
Activos Fixos	20.000		
		Total Capital Próprio	4.000
Activo Corrente			
Clientes	21.000		
Meios Financeiros	3.000		
		Passivo	
		Passivo Não Corrente	20.000
		Passivo Corrente	20.000
		Total Passivo	40.000
Total Activo	44.000	Total Passivo e Capital Próprio	44.000

A empresa apresenta uma situação que é, em termos de equilíbrio financeiro, satisfatória. Contudo, o fundo de maneio é positivo atendendo fundamentalmente a capitais alheios de MP prazo, o que se traduz numa reduzida autonomia financeira, e potencialmente, um serviço da dívida elevado o que pode colocar em causa a sustentabilidade a prazo.

CASO 13

Admita os seguintes factos patrimoniais, e indique de que forma os mesmos afectam o fundo de maneo, as necessidades de fundo de maneo e a tesouraria líquida de uma empresa:

- a. Recebimento de um cliente no valor de 2.000 Euros;
- b. Pagamento a um fornecedor, no valor de 3.000 Euros;
- c. Reforço do capital social por incorporação de reservas no valor de 4.000 Euros;
- d. Investimento em activos fixos de 10.000 Euros, recorrendo a crédito de ML Prazo;
- e. Investimento em activos fixos de 5.000 Euros, recorrendo a crédito de Curto Prazo;
- f. Investimento em activos fixos de 2.000 Euros, pagando a pronto;
- g. Venda de mercadorias a pronto no valor de 2.000 Euros, contendo uma margem de 10%;
- h. Alienação de um imóvel a crédito por 2.000 Euros, o qual esta valorizado por 1.500 Euros;
- i. Distribuição e pagamento de dividendos aos accionistas no valor de 4.000 Euros;
- j. Processamento e pagamento de salários ao pessoal no valor de 1.500 Euros;
- k. Contracção de um empréstimo bancário de ML Prazo no valor de 4.000 Euros;
- l. Reconhecimento de uma perda por imparidade para dívidas a receber no valor de 500 Euros;
- m. Pagamento de juros ao banco, vencidos durante o mês, no valor de 2.000 Euros.

Resolução

	FM	NFM	TL
a	0	-	+
b	0	+	-
c	0	0	0
d	0	0	0
e	-	-	0
f	-	0	-
g	+	-	+
h	+	+	0
i	-	0	-
j	-	0	-
k	+	0	+
l	-	-	0
m	-	0	-

CASO 14

Admita as demonstrações de resultados das empresas TRÊS e QUATRO relativas ao exercício N:

	TRÊS	QUATRO
Vendas e Prestações de Serviços	10.000	10.000
Custo das Vendas e Prestações de Serviços	1.000	7.000
Resultado Bruto	9.000	3.000
Gastos Fixos Desembolsáveis	4.000	500
Depreciações	1.000	1.500
Resultado Operacional (EBIT)	4.000	1.000
Gastos de Financiamento	3.500	500
Resultado Antes Impostos	500	500

Com base nas informações acima, determine:

- O Grau de Alavanca Operacional (GAO);
- O Grau de Alavanca Financeira (GAF);
- O Grau de Alavanca Combinado (GAO).

Comente comparativamente os resultados obtidos, tendo em particular atenção a variabilidade dos resultados.

Resolução

	TRÊS	QUATRO
Grau de alavanca operacional	2,25	3,00
Grau de alavanca financeira	8,00	2,00
Grau combinado de alavanca	18,00	6,00

Apesar de TRÊS apresentar um menor grau de variabilidade dos resultados (risco) ao nível operacional, o elevado volume de gastos de financiamento aumenta significativamente o seu risco financeiro, que se traduz num maior grau combinado de alavanca, comparativamente à empresa QUATRO, na qual os gastos de financiamento são, comparativamente, mais reduzidos.

CASO 15

A empresa PEREZ apresenta os seguintes dados:

Grau de alavanca operacional	2.0
Grau de alavanca financeira	1.2
Margem bruta	20%
Resultado operacional (EBIT)	5.000 €

Com base nos dados acima, elabore a demonstração dos resultados da empresa PEREZ, e comente a sua situação relativamente ao risco.

Resolução

	PEREZ
Vendas e Prestações de Serviços	50.000
Custo das Vendas e Prestações de Serviços	40.000
Resultado Bruto	10.000
Gastos Fixos	5.000
Resultado Operacional	5.000
Gastos de Financiamento	833
Resultado Antes Impostos	4.167

Face a variações de 1% no volume de negócios, os resultados operacionais apresentarão uma variação de 2%, no pressuposto da manutenção de uma estrutura de gastos idêntica.

Face a variações de 1% nos resultados operacionais, os resultados após gastos de financiamento (neste caso antes de impostos) apresentarão uma variação de 1,2%, no pressuposto da manutenção de um volume de gastos de financiamento idêntica.

No contexto acima, face a variações de 1% no volume de negócios, os resultados antes de impostos irão variar 2,4% (o grau combinado de alavanca é, neste caso, de 2,4).

CASO 16

A empresa GTB, apresenta as seguintes demonstrações financeiras em N e N+1:

Demonstração de Resultados

	Ano N+1	Ano N
Vendas e Prestações de Serviços	120.000	110.000
Custo das Vendas e Prestações de Serviços	90.000	75.000
Resultado Bruto	30.000	35.000
Gastos Fixos Desembolsáveis	12.000	12.500
Depreciações	4.000	14.500
Resultado Operacional (EBIT)	14.000	8.000
Gastos Financiamento	8.000	6.000
Resultado Antes Impostos	6.000	2.000
Imposto Rendimento	1.800	640
Resultado Líquido	4.200	1.360

Balanço

	Ano N+1	Ano N
Aplicações		
Activos Fixos Líquidos	45.000	42.000
Inventários	12.000	7.000
Clientes	2.000	12.500
Meios Financeiros	4.000	7.500
Total	63.000	69.000
Origens		
Capital	30.000	20.000
Reservas	5.000	3.640
Resultado Líquido	4.200	1.360
Empréstimos MLP	12.000	15.000
Fornecedores	6.800	3.000
Estado	5.000	6.000
Diferimentos	-	20.000
Total	63.000	69.000

Determine a RCP pelos métodos multiplicativo e aditivo, para os anos N e N+1. Analise os resultados obtidos em termos comparativos.

Resolução

Pelo método multiplicativo:

		N	N+1
(1)	Res. Brutos / Vendas	0,250	0,318
(2)	Vendas / Activo	1,905	1,594
(3)	Res. Operacionais / Res. Brutos	0,467	0,229
(4) = (1) x (2) x (3)	Rendibilidade do Activo	0,222	0,116
(5)	Res. Antes Impostos / Res. Operacionais	0,429	0,250
(6)	Activo / Cap. Próprios	1,607	2,760
(7) = (5) x (6)	Efeito Alavanca Financeira	0,689	0,690
(8)	Res. Líquidos / Res. Antes Impostos	0,700	0,680
(9) = (4) x (7) x (8)	Rentabilidade Capitais Próprios	10,71%	5,44%

Pelo método aditivo:

		N	N+1
(1)	Rentabilidade Activo	0,222	0,116
(2)	Gastos Financiamento / Passivo (i)	0,336	0,136
(3)	Passivo / Capitais Próprios	0,607	1,760
(4) = [(1) - (2)] x (3)	Efeito Alavanca Financeira	-0,069	-0,036
(5)	Res. Líquidos / Res. Antes Impostos	0,700	0,680
[(1) + (4)] x (5)	Rentabilidade Capitais Próprios	10,71%	5,44%

Poder-se-ão retirar as seguintes conclusões ao nível da rentabilidade dos capitais próprios:

1. A rentabilidade do activo registou uma melhoria no N para N+1, apesar da diminuição da margem bruta. Tal ficou-se a dever sobretudo à significativa redução do peso relativo dos gastos fixos de estrutura (neste caso depreciações).
2. Contudo, o elevado nível de gastos de financiamento (i) em especial no ano N+1 (33% face a 13,6% em N), implicou que em ambos os anos o efeito de alavanca financeira fosse negativa (no modelo multiplicativo inferior a 1), o que deteriorou a

rendibilidade obtida. O significativo aumento do custo do capital alheio (gastos de financiamento) anulou o efeito da redução do peso relativo do passivo em N+1.

3. A taxa de imposto afectou significativamente a rendibilidade dos capitais próprios, dado o seu peso na estrutura de resultados (32% em N e 30% em N+1)

4. Contudo, e apesar do efeito de alavanca financeira negativo em ambos os anos, a rendibilidade dos capitais próprios foi positiva, registando um aumento para 10,71% em N+1, em resultado da melhoria da rendibilidade do activo por via da redução do peso dos gastos fixos.

CASO 17

A empresa JETJET, apresenta os seguintes dados:

Rentabilidade do activo	12%
Autonomia financeira	20%
Passivo total	40.000 €
Taxa IRC	20%

Admitindo que os accionistas exigem uma taxa de remuneração dos capitais investidos de 16%, determine qual a taxa máxima de remuneração de capitais alheios que a empresa pode suportar.

Resolução

$$\text{Autonomia financeira} = CP / A = 0,2 \Leftrightarrow CP / (P + CP) = 0,2 \Leftrightarrow$$

$$\Leftrightarrow CP / (40.000 + CP) = 0,2$$

$$\Leftrightarrow CP = 10.000$$

Trata-se de garantir que a Rentabilidade dos Capitais Próprios é positiva ($RCP > 0$).
Recorrendo ao modelo aditivo:

$$RCP = \left[RA + (RA - i)x \frac{P}{CP} \right] x (1 - t)$$

Trata-se de resolver a inequação em ordem a i (custo do capital alheio). Assumindo o pressuposto que não existem resultados extraordinários, o seu efeito é neutro, ou seja $RAI / RC = 1$. Logo:

$$[0,12 + (0,12 - i) x (40/10)] x (1 - 0,2) > 0$$

de onde se conclui que a taxa máxima de capital alheio que a empresa pode suportar nas condições apresentadas é:

$$i > 0,09 \text{ ou seja } 9\%$$

CASO 18

Admita as seguintes situações, e analise o seu impacto na rentabilidade dos capitais próprios:

- a) Aumento do custo do capital alheio (encargos de financiamento);
- b) Redução da autonomia financeira, no caso em que a rentabilidade do activo é superior ao custo do capital alheio;
- c) Aumento da taxa de imposto;
- d) Redução do activo, mantendo o mesmo nível de resultados e os mesmos capitais próprios, no caso em que a rentabilidade do activo é inferior ao custo do capital alheio;
- e) Aumento do activo, integralmente financiada por capitais próprios, sem alteração significativa dos resultados obtidos.

Resolução

Tendo em atenção a expressão relativa ao modelo aditivo:

$$RCP = \left[RA + (RA - i)x \frac{P}{CP} \right] x (1 - t)$$

	RCP	Observações
a	-	Diminui a diferença (RA – i)
b	+	Aumenta o passivo, logo aumenta o rácio P/CP
c	-	Diminui o factor (1-t)
d	Indeterminado	RA aumenta mas P/CP reduz, logo os efeitos são contrários
e	-	Diminui pois o indicador RA diminui