

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Departamento de Engenharia de Produção

Trabalho de Formatura

**ANÁLISE DE CRÉDITO APLICADA A UMA EMPRESA
DO SETOR DE PAPEL E CELULOSE**

Jéssica Praum de Moraes

Orientador: Antonio Cantizani Filho

1999

X/1999
M791a

Dedico este Trabalho a meu avô

Por seu amor, carinho, e inesgotável incentivo.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Antonio Cantizani pela compreensão e orientação;

À Mário Amábile e Francisco Pasquale pelo incentivo e conhecimentos transmitidos;

À minha família pelo amor e paciência;

Às minhas amigas pelo apoio em todos os momentos difíceis, e pelas alegrias divididas em tantos outros momentos;

Aos meus amigos politécnicos pela amizade, e pelos inesquecíveis anos de faculdade;

Meus agradecimentos,

Jéssica Praum de Moraes

SUMÁRIO

Este pode ser resumido como a apresentação de uma Análise de Crédito de uma importante empresa do setor de papel e celulose (Bahia Sul Celulose S.A.).

Para tanto o trabalho foi dividido em três partes principais: Introdução Inicial, Discussão Teórica e Estudo de Caso. Na primeira parte do trabalho, desta forma, são discutidos os principais conceitos necessários para se efetuar uma Análise de Crédito. Dando seqüência, na segunda parte, é apresentada a metodologia que será utilizada para as subsequentes Análises Setorial e Análise Econômico-Financeira da empresa. Após esta discussão teórica, tem início à terceira parte do Trabalho: o estudo de caso. Desta forma, nele é feita a apresentação da empresa, assim como de seus Demonstrativos Financeiros, acompanhada pela análise de seu setor. Então dá-se início a Análise Econômico-Financeira da empresa, finalizada com a comparação dos principais indicadores financeiros da Bahia Sul com uma “empresa espelho”.

Enfim, é desenvolvido o fechamento do trabalho, com uma discussão sobre a estrutura de capital da empresa e a conjuntura de seu setor, abrindo espaço para a conclusão final do trabalho e sobre a possibilidade de concessão de crédito para a empresa ou não.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO	1
1.1 INTRODUÇÃO INICIAL	2
1.2 A IMPORTÂNCIA DO CRÉDITO PARA O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA	2
1.3 A IDÉIA DO TRABALHO DE FORMATURA	4
1.4 A RELEVÂNCIA DO TEMA	4
CAPÍTULO 2 - ANÁLISE DE CRÉDITO.....	6
2.1 RISCO DE CRÉDITO	7
2.2 OS C'S DO CRÉDITO.....	9
2.2.1 Caráter	9
2.2.2 Colateral (Credence).....	10
2.2.3 Capacidade de Criar Receita	10
2.2.4 Condições Econômicas	11
2.2.5 Capital.....	11
2.3 DESENVOLVENDO UMA ANÁLISE DE CRÉDITO	13
2.4 RISK RATING SYSTEM	14
2.4.1 Escala de classificação	14
2.5 DEFINIÇÃO DO LIMITE DE CRÉDITO	17
CAPÍTULO 3 - REVISÃO DOS CONCEITOS	18
3.1 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	19
3.1.1 Balanço Patrimonial.....	20
3.1.2 Demonstração de Resultados.....	20
3.1.3 Avaliação da Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos.....	21
3.2 ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS.....	21
3.2.1 Avaliação da Demonstração Financeira.....	21
3.2.2 Análise Econômico-Financeira Tradicional	24
3.2.3 Análise Econômico-Financeira: Instrumentos Avançados	30

CAPÍTULO 4 - ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA	37
4.1 ATRATIVIDADE DE UM SETOR.....	38
4.2 ANÁLISE SETORIAL – METODOLOGIA.....	40
4.3 AS 5 FORÇAS DE PORTER – DISCUSSÃO TEÓRICA.....	41
4.3.1 Compradores	41
4.3.2 Substitutos.....	42
4.3.3 Fornecedores	43
4.3.4 Novos entrantes	44
4.3.5 Concorrência na Indústria	44
4.4 ANÁLISE SETORIAL – IMPORTÂNCIA	45
4.5 DINÂMICA DO MERCADO – NECESSIDADE DE REVER INVESTIMENTOS	46
 CAPÍTULO 5 - ANÁLISE SETORIAL.....	 47
5.1 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA	48
5.2 DINÂMICA DO SETOR	50
5.2.1 Brasil x Mercado Externo	50
5.2.2 Mercado Brasileiro de Papéis e Celulose	53
5.2.3 Colaboração do Setor para a Balança Comercial Brasileira	55
5.2.4 Exportações Brasileiras de Papel e Celulose	57
5.3 PROJEÇÕES E TENDÊNCIAS DO SETOR.....	58
5.3.1 Análise do Mercado Acionário.....	58
5.3.2 Efeitos da Desvalorização Cambial	62
5.3.3 Evolução dos Preços Internacionais.....	63
5.3.4 Perspectivas para o Setor	65
5.4 VISÃO GERAL DO SETOR DE PAPEL E DE CELULOSE.....	67
5.5 FORÇAS DE PORTER.....	69
5.5.1 Concorrência Nacional.....	69
5.5.2 Fornecedores	75
5.5.3 Poder dos Compradores	76
5.5.4 Produtos substitutos	77
5.5.5 Entrantes Potenciais no Mercado.....	78

CAPÍTULO 6 - ANÁLISE DA EMPRESA.....	80
6.1 APRESENTAÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	81
6.2 AVALIAÇÃO DAS CONTAS DE BALANÇO.....	83
6.3 AVALIAÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS	88
6.3.1 Produção	88
6.3.2 Vendas	89
6.3.3 Margem.....	90
6.3.4 Resultado Operacional	92
6.3.5 Resultado Líquido.....	93
6.4 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL.....	94
6.4.1 Indicadores de Estrutura de Capital	94
6.4.2 Indicadores de Liquidez	95
6.4.3 Indicadores de Rentabilidade	96
6.5 ANÁLISE ECONÔMICA-FINANCEIRA – INSTRUMENTOS AVANÇADOS	97
6.5.1 Necessidade de Capital de Giro.....	97
6.5.2 Geração Interna de Recursos	98
6.5.3 Fluxo de Caixa	100
6.5.4 Fluxo de Usos e Fontes de Recursos.....	103
6.6 POSIÇÃO BANCÁRIA	103
CAPÍTULO 7 - ANÁLISE COMPARATIVA	105
7.1 ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES	106
7.1.1 Indicadores de Estrutura de Capital	107
7.1.2 Indicadores de Liquidez	107
7.1.3 Indicadores de Rentabilidade	108
7.2 COMPARAÇÃO EBITDA X BANCOS LÍQUIDOS.....	109
CAPÍTULO 8 - CONCLUSÕES FINAIS	111
8.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS	112
8.2 CONCLUSÕES FINAIS	113
ANEXOS.....	115
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	120

RESUMO

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

Neste capítulo é apresentado o objetivo do Trabalho de Formatura. Sendo também descrita a maneira como surgiu a idéia sobre o tema, destacando a sua relevância e a relação com os conceitos estudados no Departamento de Engenharia de Produção da Escola Politécnica.

CAPÍTULO 2 - ANÁLISE DE CRÉDITO

São definidos, neste capítulo, os conceitos abrangidos numa Análise de Crédito, seus fundamentos e a importância de uma análise creditícia eficiente para um Banco credor.

CAPÍTULO 3 - REVISÃO DOS CONCEITOS

No Capítulo 3 é desenvolvida uma revisão dos conceitos de Contabilidade, que serão utilizados na posterior Análise dos Demonstrativos Financeiros de uma empresa qualquer. Além da revisão dos conceitos de contabilidade, também é apresentado um resumo sobre os principais indicadores contábeis mais utilizados em uma Análise de Crédito Empresarial.

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

É apresentada a metodologia que será utilizada para a Análise Setorial, envolvida na Análise Creditícia em estudo. Através de uma discussão teórica, é, também, desenvolvida a relação entre a Teoria de Porter, das 5 Forças Competitivas, com a Análise Setorial.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

Este Capítulo dá início à terceira parte do Trabalho: o estudo de caso. Desta forma, nele é feita a apresentação tanto da empresa como do setor no qual ela está inserida. Na análise setorial, portanto, é desenvolvido todo o estudo sobre o setor, levando em consideração: a atuação do país no mercado externo de papel e celulose, a dinâmica deste mercado no Brasil, a colaboração do setor para a Balança Comercial brasileira, e os efeitos da desvalorização cambial sobre o setor. São, por fim, traçadas as tendências e projeções para o setor, com base do estudo do mercado e da conjuntura econômica mundial. Desta forma, para finalizar, é ainda desenvolvida a análise final do setor seguindo a metodologia das 5 forças competitivas de Michael Porter, abrindo espaço para uma conclusão sobre a eficiência do posicionamento estratégico adotado pela Bahia Sul.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

A Análise da Empresa propriamente dita se refere ao estudo de seus Demonstrativos Financeiros, de sua Estrutura de Capital (indicadores) e de sua Geração de Recursos. Neste capítulo, portanto, é verificada a saúde financeira da Bahia Sul.

CAPÍTULO 7 - ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES-PADRÃO

No Capítulo 7 é feita a comparação dos principais indicadores financeiros levantados para a Bahia Sul, com uma “empresa espelho”. Esta comparação permite que as conclusões tomadas sobre a saúde financeira da Bahia Sul sejam realísticas, ou seja, estejam de acordo com a conjuntura vivida por seu setor.

CAPÍTULO 8 - CONCLUSÕES FINAIS

Enfim, neste capítulo é feito o fechamento do trabalho, com uma discussão final sobre as conclusões obtidas nos estudos desenvolvidos nos Capítulos anteriores. Para finalizar, são propostas algumas mudanças de forma a melhorar o posicionamento da empresa e, assim, melhorar a sua imagem perante as instituições credoras.

Capítulo 1

INTRODUÇÃO

1.1 INTRODUÇÃO INICIAL

O Trabalho de Formatura tem como objetivo final a aplicação dos conhecimentos de Engenharia de Produção desenvolvidos no curso, através da apresentação de novas soluções, desenvolvimento de novas metodologias e/ou estudos de caso.

Este Trabalho, especificamente, reflete a proximidade que a Análise de Crédito Empresarial tem em relação aos conceitos de Engenharia de Produção estudados. Desta forma, é apresentada inicialmente a metodologia utilizada no desenvolvimento de uma Análise de Crédito Empresarial, mesclando a teoria aprendida em sala de aula com a metodologia utilizada pelo Banco BBA Creditanstalt S.A.. Dando seqüência, a metodologia é aplicada a um estudo de caso de uma empresa do setor de papel e celulose.

1.2 A IMPORTÂNCIA DO CRÉDITO PARA O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA

O Brasil tem a possibilidade de retomar um crescimento econômico de maneira estável, porém depende de um volume de crédito abundante que seja capaz de financiar as necessidades de capital de seus setores produtivos a um custo competitivo.

Conforme artigo publicado no Jornal O Estado de São Paulo, por Ernesto Lozardo ,em 18 de outubro de 1999, a história da estabilidade macroeconômica internacional está ligada a um volume de crédito bancário acima de 50% do PIB, a custos competitivos, é claro. No Brasil, entretanto, o volume de crédito bancário não ultrapassa 27% do PIB nacional. Somando-se a isto, tem-se que o custo de crédito bancário no Brasil está em

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

torno de absurdos 180% ao ano, enquanto no mercado internacional este mesmo varia entre 15 e 18% ao ano.

Para o nosso país poder crescer de forma estável é indispensável que se aumente o volume de crédito da economia e que também se reduza drasticamente o seu custo. O aumento do volume de crédito é um sinônimo de expansão de investimentos, que por consequência traz o tão desejado crescimento econômico.

Uma das razões atribuídas ao elevado custo do crédito bancário no Brasil, no entanto, é o alto risco de inadimplência dos devedores. A facilidade de se conceder crédito no país acaba gerando um círculo vicioso entre os altos custos creditícios e o seu risco retorno (quanto maior o risco de inadimplência maior o custo creditício).

Somando-se a estes altos custos creditícios, tem-se também a instabilidade macroeconômica do país, que colabora ainda mais para os altos índices de inadimplência bancária. Conforme Ernesto Lozardo, a instabilidade macroeconômica é a maior responsável pelo índice de inadimplência de crédito bancário no Brasil, que chega a representar cerca de 35% do total do *spread* bancário¹ que está em torno de 82% ao ano.

Esta aí a importância de uma análise de crédito bem feita. Para que seja possível baixar o *spread* cobrado pela dúvida de ter-se o dinheiro de volta é indispensável que o banco tenha garantias reais de que a empresa tomadora será capaz de, futuramente, honrar suas dívidas conforme tratado.

A expansão efetiva do crédito e a redução da inadimplência, no entanto, serão possíveis apenas quando for alcançada a estabilidade macroeconômica, e, somente assim, o país será capaz de retomar o seu desenvolvimento e crescimento econômico.

¹ A estrutura de crédito bancário brasileiro consiste de sete partes: o *spread* bancário, o compulsório, a cunha fiscal, o direcionamento de crédito, pendências judiciais, o custo administrativo, e o baixo volume de crédito.

1.3 A IDÉIA DO TRABALHO DE FORMATURA

É neste contexto que se insere meu Trabalho de Formatura. O crescimento econômico brasileiro depende, e muito, como explicitado anteriormente, do setor bancário. Portanto, a possibilidade de uma empresa apresentar uma estrutura financeira saudável, é seu passaporte para obter créditos mais baratos (menos custosos) e mais rápidos, se beneficiando de uma imagem bem consolidada no mercado.

Desta maneira, utilizando as ferramentas da Engenharia de Produção, será desenvolvida a metodologia utilizada em uma Análise de Crédito, que será aplicada no estudo de caso de uma importante empresa do ramo de papel e celulose. Como será exposto no corpo do trabalho este tipo de empresa é também de grande importância para a Balança Comercial do país, se tratando de uma grande exportadora, que colabora para diminuir nosso déficit comercial internacional.

1.4 A RELEVÂNCIA DO TEMA

A relevância do trabalho está, portanto, na sua capacidade de demonstrar da maneira mais real possível como é desenvolvida uma Análise de Crédito por um banco.

Serão destacados no estudo específico da empresa, portanto, os pontos de maior importância, aos quais qualquer tipo de empresa tomadora de crédito deve estar atenta.

A Análise de seus Demonstrativos Financeiros, desta forma, representa um dos principais pontos a serem analisados, pois ter uma estrutura econômico-financeira

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

saudável é fundamental para que as empresas possam usufruir de uma boa imagem no mercado.

Existem, por outro lado, fatores externos a empresa, que devem também ser levados em consideração, como: a conjuntura do setor no qual a empresa está inserida, que pode não ser favorável a seu crescimento. A empresa, portanto, deve estar alerta a seus competidores a fim de conseguir um bom posicionamento estratégico e então ser capaz de usufruir de vantagens competitivas não enxergadas por seus concorrentes.

Desta maneira, o Trabalho consistirá de um estudo de caso específico, mas que pode ser adaptado a qualquer tipo de empresa tomadora de crédito.

Capítulo 2

ANÁLISE DE CRÉDITO

2.1 RISCO DE CRÉDITO

Ao dar um empréstimo financeiro o banco credor espera que o tomador (devedor) restitua o valor cedido, dentro das condições de prazo e remuneração previamente definidos. Entretanto, esta expectativa do credor, e a não certeza de ter seu investimento de volta, faz com que o banco “corra” Risco de Crédito, ou seja, tenha a “chance” de não receber, do devedor, o empréstimo concedido na data ou nas condições previamente combinadas.

As empresas tomadoras de empréstimo, no entanto, estão expostas a vários outros fatores, que também tem uma parcela de risco, e que por sua vez podem levar à insolvência ou postergação de seu empréstimo financeiro. Como veremos a seguir:

2.1.1 Riscos Inerentes ao Ciclo de Produção

São os riscos que a empresa corre pura e exclusivamente devido ao seu modo de produzir: necessidade de manutenção de estoques elevados, técnicas ultrapassadas de produção, problemas com mão-de-obra, etc.; que somados à uma má administração prejudicam a saúde econômica da empresa.

2.1.2 Riscos Inerentes ao Nível de Atividade

Empresas que possuem um expressivo Custo Fixo de produção têm seu ponto de equilíbrio (*Break Even Point*) alto, e dependem, portanto, de níveis de produção elevados. Em épocas de recessão, no entanto, quando ocorre a diminuição da produção resultante da diminuição da demanda estas empresas têm dificuldade de distribuir seu custo fixo no preço dos produtos, perdendo, assim, competitividade e mercado (pela necessidade de aumentar seus preços).

2.1.3 Riscos Inerentes ao Nível de Endividamento

Empresas que dependem de recursos de terceiros em níveis relativamente altos estão expostas ao risco de uma situação de iliquidez, ou seja, a uma indisponibilidade de “dinheiro”. Esta situação pode ser desencadeada por fatores como: aumento do custo dos financiamentos, queda no nível de atividade ou mesmo por uma diminuição da oferta de crédito por empresas financeiras ou de seus fornecedores.

2.1.4 Riscos Ligados ao Meio Ambiente Político-Econômico

Decisões políticas e econômicas podem beneficiar certos setores da economia, da mesma forma que prejudicam outros setores ao mesmo tempo. Desta maneira, decisões que afetam o poder de compra da população como: tributação, política cambial, taxa de juros, e outros, prejudicam, por consequência, o desempenho de certas empresas e/ou setores inteiros.

2.1.5 Riscos Inerentes à Competição

O poder da concorrência e a competição entre empresas, em momentos de disputa por mercados, por exemplo, pode prejudicar ou inviabilizar a existência de outras empresas. Processos de fusões e aquisições de concorrentes também podem causar um desequilíbrio no mercado, levando certas empresas à insolvência de seus devedores.

2.1.6 Riscos Inerentes à Própria Administração

A forma de administrar a empresa muitas vezes é responsável pelo sucesso/fracasso da mesma. Assim, quando ocorre processo de sucessão (por idade, por escolha dos acionistas, ou por outros motivos) a empresa corre o risco de ter novos administradores menos eficientes, pondo em risco a eficácia da administração anterior. Da mesma maneira, quando a empresa resolve “expandir” para novos setores, onde não possui experiência, pode deparar-se com novos problemas como: sazonalidade, alta

CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DE CRÉDITO

competição, *lobby*; e assim perder em desempenho, comprometendo seu negócio original.

2.1.7 Riscos Inerentes a Fatores Imprevisíveis

Existe ainda o fator “imprevisibilidade”, que pode forçar as empresas a não quitarem suas obrigações, seja por razões meteorológicas, que afetam a safra, roubos/assaltos à cargas, greve de funcionários, dentre outras.

Assim, um analista de crédito tem que ser capaz de quantificar a subjetividade dos riscos acima mencionados, para poder dar continuidade a sua análise e decidir enfim pela aceitação ou não de se conceder crédito à empresa em estudo.

2.2 OS C'S DO CRÉDITO

Muitos fatores são levados em consideração na análise de um pedido de empréstimo; dentre eles, mesmo que intuitivamente, o analista sempre procura avaliar os famosos 5 C's² do Crédito.

Na verdade os C's do crédito são fatores essenciais à avaliação de crédito que começam, coincidentemente, todos com a letra C: Caráter, “*Colateral*” (Garantia-Credence), Capacidade de Criar Receitas, Condições Econômicas e Capital.

2.2.1 Caráter

O conceito de caráter se refere não somente às intenções do devedor de quitar suas dívidas, mas também de quitar suas obrigações conforme os termos do contrato.

² Crigger et al. (1975) apud Reed e Gill (1995).

CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DE CRÉDITO

Existem casos em que o não pagamento da dívida não significa falta de caráter mas sim inexistência de outras opções. Apesar de sua subjetividade é possível avaliar o caráter de um tomador levantando seus registros passados e verificando se normalmente ele cumpre suas obrigações, e/ou procurando “descobrir” o que o mercado pensa de tal tomador.

2.2.2 Colateral (Credence)

Os ativos de uma empresa podem servir como garantia de um empréstimo, assegurando a sua quitação. Entretanto, apesar de diminuir o risco de crédito, os bancos preferem que a empresa pague seus empréstimos com sua renda, ao invés de ser obrigada a se desfazer dos próprios ativos.

O Patrimônio Líquido da empresa, por sua vez, é uma medida de sua força financeira, sendo um dos principais determinantes do valor de crédito que o banco está disposto a liberar.

2.2.3 Capacidade de Criar Receita

No caso de empresas, a capacidade de criar receitas depende de fatores como: volume e preço de vendas, custos, despesas; além de itens como: localização da empresa, qualidade de produtos, serviços, e mão-de-obra, concorrência, disponibilidade e custo de matéria-prima.

Muitos analistas acreditam, ainda, que o fator administração³ é o principal fator que conta na decisão de se conceder ou não crédito. Uma administração eficaz consegue enxergar oportunidades e fazer ajustes em sua produção, capaz de colocar a empresa em uma posição de destaque.

³ “Capacidade de os gerentes (executivos) de uma empresa reunirem pessoal, matéria-prima e ativos de capital para produzir um fluxo satisfatório de mercadorias, serviços e lucros.” - (REED e GIL, 1995, p-263).

2.2.4 Condições Econômicas

As condições Econômicas se referem ao ambiente ao qual a empresa está inserida, ou seja, leva em conta fatores externos e macroeconômicos. É importante, desta maneira, estar atento a função econômica desempenhada pela empresa e por seu setor; e nas mudanças de condições competitivas, tecnologia, demanda de produtos, e mesmo desaquecimento/aquecimento setorial ou geral, que podem afetar significamente a saúde financeira da empresa.

2.2.5 Capital

Um dos itens mais significativos, Capital, trata da mensuração e qualificação da situação econômico-financeira da empresa, feita através da avaliação de seus Demonstrativos Financeiros.

É comum, no Brasil, a adulteração destes Demonstrativos Financeiros tanto “para baixo”, para fugir das altas tributações, quanto “para cima”, para atrair mais crédito. Por isso, excluindo-se os casos de grandes empresas que sofrem auditoria externa, a probabilidade de o Balanço das empresas apresentar apenas uma parcela da realidade é muito grande.

Apesar de todos os C's do crédito serem importantes, pode-se dizer que o Colateral (Garantia) é o que menos conta pontos em uma avaliação. O empréstimo (crédito) é concedido na expectativa de que a empresa irá devolvê-lo conforme o combinado, mas com receitas por ela criadas, e não através da venda de seus ativos. Desta maneira, as garantias são aceitas como uma forma de fortalecer um ou outro ponto vulnerável descoberto na análise, como, por exemplo, a própria Capacidade de Criar Receitas.

Cada caso de análise de crédito é único, podendo um fator ser considerado extremamente importante em um caso mas não em outro. Para todos os casos, no entanto, o Caráter é fundamental; se seu Caráter é duvidoso, é alta a possibilidade do mesmo deixar de cumprir os termos do contrato em alguma ocasião.

CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DE CRÉDITO

Os C's do crédito, desta maneira, nos dão uma idéia da complexidade e subjetividade envolvidas em uma análise. A decisão se torna ainda mais complicada quando se leva em consideração o Caráter muitas vezes contraditório, a multiplicidade, qualidade e origem das informações analisadas.

Um estudo desenvolvido pela área de Análise de Crédito do Banco BBA apresenta um gráfico que mostra a distribuição da classificação de empresas conforme os C's do Crédito em relação ao seu risco, indo da mais arriscada à mais segura:

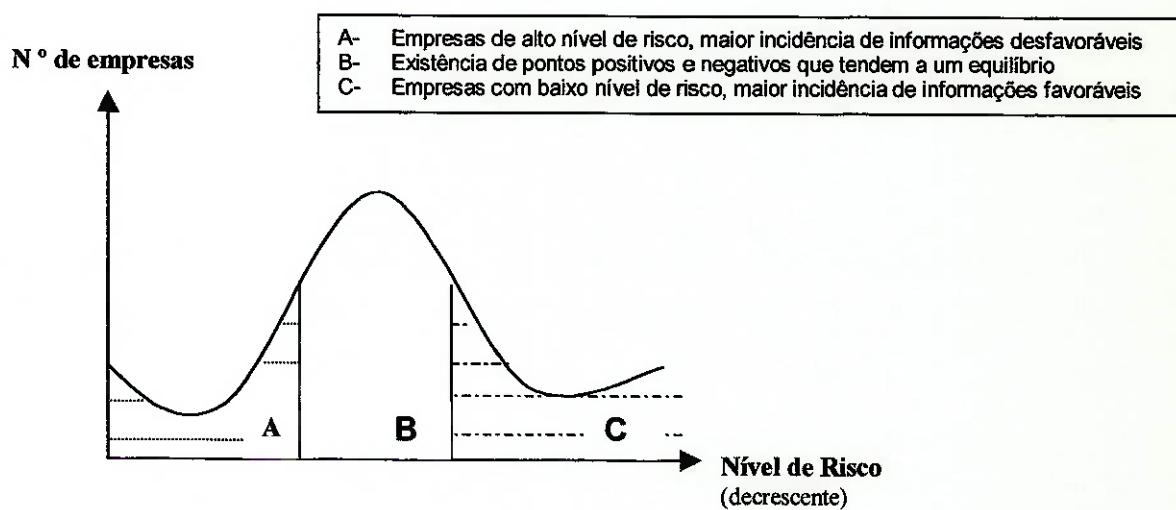


Figura 1. Distribuição de Empresas por Nível de Risco de Crédito (Fonte: Banco BBA)

Desta maneira, o maior problema da análise de crédito está em avaliar as empresas que estão na região B, ou seja, empresas onde os fatores positivos e negativos se combinam tornando alto o nível de subjetividade de qualquer decisão.

A melhor decisão, no entanto, é tomada quando se reduz ao máximo este grau de subjetividade, e para tanto é imprescindível qualidade e quantidade de informações confiáveis que tornem a avaliação de risco de crédito a mais objetiva possível.

2.3 DESENVOLVENDO UMA ANÁLISE DE CRÉDITO

O desenvolvimento de uma Análise de Crédito, portanto, é composto por duas principais análises: a Análise Econômico-Financeira da empresa em questão e a Análise de seu Setor de atuação.

Na Análise Econômico-Financeira são estudadas a estrutura de capital da empresa e a sua capacidade de gerar recursos e poder honrar seus compromissos / dívidas; em outras palavras, é feita uma avaliação de sua saúde econômico-financeira concluindo-se sobre sua capacidade de pagamento.

Na Análise Setorial, por sua vez, é desenvolvido um estudo sobre o setor em que a empresa atua e sobre o posicionamento da empresa dentro do mesmo. E, assim, através do levantamento das condições do mercado, é avaliado o desempenho do mesmo, sendo, também, elaborado um levantamento sobre as tendências e projeções do mercado, para tornar possível conclusões sobre o futuro da empresa e de sua capacidade de gerar recursos.

Desta forma, de posse dos dados analisados, é possível avaliar o desempenho da empresa, e concluir sobre a disponibilidade do banco de se expor ao risco e dar crédito ou não a empresa. A qualidade do risco depende da qualidade da empresa, que é dada por sua situação econômico-financeira e desempenho de seu setor de atuação.

Assim, a seguir é apresentada a metodologia utilizada pelo Banco BBA para classificação do nível de risco de crédito das empresas analisadas.

2.4 RISK RATING SYSTEM

O *Risk Rating System* (RSS) é um instrumento de classificação de risco de crédito das empresas utilizado no Banco BBA, que foi desenvolvido pelo Diretor do Departamento de Crédito do Banco. Através do RSS é possível obter uma rápida e geral visualização do nível geral do risco do portfólio de crédito tomado pelo banco; facilitando a administração e monitoramento da sua carteira de ativos.

Desta maneira, a classificação do *Risk Rating System* é formada por dois parâmetros principais que variam dentro de uma escala de 1 a 6. O primeiro parâmetro se refere à classificação da empresa em si, levando em consideração a sua estrutura financeira, que demonstra o risco do tomador; enquanto o segundo parâmetro se refere à classificação do risco do negócio, ou seja, do setor e posicionamento adotado pela empresa, e avalia, portanto, a influência de fatores externos a ela, que interferem em sua qualificação creditícia.

2.4.1 Escala de classificação

A escala classifica as empresas tomadoras de empréstimos conforme seu desempenho econômico, financeiro e mercadológico; e, caracteriza a sua habilidade de quitar suas dívidas e gerar capital. Trata-se, portanto, de um indicador qualitativo da empresa, tomando como base a avaliação dos seguintes fatores:

- Desempenho Econômico-Financeiro: passado e projetado
- Relacionamentos Anteriores (experiência e comportamento frente a negócios já efetuados)
- Posicionamento mercadológico da empresa
- Capacitação Gerencial

- Aspectos Jurídicos e Societários
- Posicionamento do mercado de crédito frente à empresa

A classificação na escala de 1 a 6 reflete em ordem decrescente a qualidade da empresa, representando em ordem crescente o seu nível de risco creditício.

Rate	Expectativa de risco
1	Risco extremamente reduzido
2	Risco facilmente aceitável
3	Risco moderado, mas aceitável
4	Risco considerável, mas aceitável sob condições específicas
5	Risco elevado, não aceitável, <i>workout</i>
6	Risco injustificável, créditos problemáticos ou em liquidação

Figura 2. Risk Rating (Fonte: Banco BBA).

Desta maneira, a sua classificação pode ser descrita pelas características apontadas abaixo:

- *Rating 1*: Empresas com ótimo desempenho, com risco de crédito praticamente inexistente. Seus Demonstrativos Financeiros demostram o alto nível de geração interna de recursos, margens elevadas e estáveis, bons índices de liquidez e de estrutura de capitais. Estas empresas possuem posicionamento mercadológico excelente, e estão aptas a enfrentar conjunturas desfavoráveis. Dentro de seu setor, apresentam desempenho superior à média. A administração é de alta qualificação e transmite segurança aos negócios da empresa.
- *Rating 2*: Empresas de alta qualidade. Apresentam margens mais estreitas ou fluxos de caixa não tão estáveis, em comparação às empresas classificadas como *rating 1*; a sua estrutura de capitais confere segurança apesar de não ser a ideal. Possuem bom posicionamento mercadológico, mas tem maior sensibilidade às flutuações do mercado. Empresas que possuem uma administração de alta qualificação. A concessão de crédito, desta maneira, é facilmente aceitável.

CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DE CRÉDITO

- Rating 3: São empresas que apresentam risco de crédito moderado, porém aceitável, e que, portanto, precisam de acompanhamento constante e revisões de crédito periódicas. Este tipo de empresa apresenta fatores de incerteza como: liquidez e estrutura de capitais sensíveis a conjunturas adversas; instabilidade das vendas, que afetam sua margem e fluxo de caixa; e geração interna de recursos instável. Possuem mau posicionamento estratégico mostrando dependência de um produto ou fornecedor, tendências cíclicas, concentração de vendas ou ativos. O posicionamento mercadológico é importante, apesar de secundário, podendo levar a eventuais prejuízos ou lucros decrescentes em alguns períodos.
- Rating 4 : Nesta classe de risco estão as empresas que apresentam nível de risco considerável, porém aceitável apenas sob determinadas condições. Estrutura de capital frágil, com alavancagem financeira que demonstra seu risco, deixando a empresa vulnerável a adversidades conjunturais. Os seus fluxos de caixa são irregulares e comprometem sua capacidade de pagamentos e autofinanciamento. Fraco posicionamento mercadológico somado a problemas administrativos que comprometem seriamente a sua qualidade de crédito.
- Rating 5: Estas empresas apresentam uma qualidade de risco de crédito simplesmente inaceitável. Nesta classificação estão empresas em fase de recuperação de um estado econômico-financeiro muito grave, ou empresas de risco anteriormente aceitável, mas que apresentaram forte queda em sua qualidade. Mesmo que estas empresas apontem sinais de uma tendência de recuperação, a concessão de empréstimos dependerá de outros fatores que tornem possível correr o risco de conceder-lhes crédito.
- Rating 6: Estas empresas apresentam condições econômico-financeiras desgastadas no curto e médio prazo. Este tipo de empresa provavelmente não tem capacidade de honrar suas obrigações e compromissos. Sua sobrevivência dependerá de fatores. Apresentam-se nesta classe, portanto, empresas concordatárias ou em processo de liquidação.

2.5 DEFINIÇÃO DO LIMITE DE CRÉDITO

O limite do crédito a ser dado a uma empresa depende de uma série de fatores, como já discutido anteriormente. Cada instituição credora tem uma política de crédito diferente: quanto ao tipo de empresa na qual está disposta a investir (emprestar dinheiro), quanto ao setor e quanto ao risco que está disposta a participar dentro de cada empresa (porcentagem de participação como credora da empresa).

Tecnicamente, existe um limite dado pelo Banco Central que define qual o valor máximo que as instituições podem dispor à cada empresa na forma de empréstimo. Tal limite não pode ser ultrapassado pelos bancos credores em seu total. Além disto, ainda conforme as regulamentações do Banco Central, os bancos não podem dispor a um mesmo cliente mais que 30% de seu Patrimônio Líquido, uma vez que isso também exporia a instituição credora ao risco da empresa tomadora do empréstimo.

Ademais, o departamento de risco de um banco está também submetido à regulamentação interna de sua instituição. Um banco mais alavancado, por exemplo, permite que se façam empréstimos à empresas que possuam um maior *Risk Rating*, enquanto bancos mais conservadores preferem ter sua carteira composta apenas por clientes com alta credibilidade no mercado, ou seja, um baixo *Risk Rating*.

Existem empresas boas em segmentos ruins e não rentáveis, enquanto também existem empresas ruins posicionadas em segmentos de bom desempenho. Desta forma, cabe ao analista de crédito definir o quanto vale a pena se arriscar e se expor por cada empresa.

Capítulo 3

REVISÃO DOS CONCEITOS

3.1 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

Através do Balanço Patrimonial, Demonstrativos de Resultados e do Demonstrativo de Origem e aplicação de Recursos a empresa apresenta a sua “história” (oficial). Ou seja, através de uma análise mais detalhada de seus demonstrativos financeiros é possível saber o que ocorreu e o que ocorre com a empresa, e, assim, ter uma noção básica de sua evolução econômico-financeira.

No entanto, como lembrado no livro *Contabilidade Introdutória*, elaborado por uma equipe de professores da FEA/USP, é preciso estar atento às falsas conclusões que uma análise de demonstrativos contábeis isolada pode nos levar.

Em primeiro lugar, é preciso lembrar que existem outros aspectos da empresa que devem ser levados em consideração nesta análise, mas que, no entanto, não são evidenciados nos demonstrativos. Como no exemplo citado no livro, apenas através da análise dos demonstrativos de uma empresa não é possível saber se a mesma está trabalhando com capacidade ociosa ou não, mesmo que apresente uma rentabilidade considerável (perdendo-se ai uma oportunidade de se aumentar ainda mais a rentabilidade da empresa). Ou seja, é preciso olhar a empresa como um todo, questionar valor a valor, procurando oportunidades e/ou problemas que podem estar “escondidos” dentro das contas apresentadas.

Em segundo lugar, a análise isolada dos demonstrativos nos dá uma idéia bastante limitada da situação da empresa, não nos permitindo conclusões mais abrangentes, como por exemplo a sua evolução entre diferentes exercícios. A comparação desta análise com números apresentados em exercícios anteriores nos dá uma idéia mais realista da situação em que a empresa se encontra.

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

Comparando-se ainda os indicadores levantados para a empresa em questão com os indicadores apresentados por outras empresas do mesmo setor ou do mesmo porte, é possível ter uma melhor idéia da performance/desempenho da empresa avaliada. No Brasil, estes índices-padrão estão disponíveis nos trabalhos do Serasa e no trabalho das Maiores e Melhores desenvolvido pela revista Exame (coordenado pelo Prof. Stephen Kanitz).

3.1.1 Balanço Patrimonial

A melhor maneira de se interpretar um balanço, dado que ele é feito em uma determinada data, é observá-lo como uma foto da empresa naquele instante. Em outras palavras, o balanço nos permite saber qual o estoque, volume de clientes, empréstimos bancários e outros, naquela data específica.

A partir deste quadro inicial, portanto, e de posse de estudos sobre o mercado e a conjuntura econômica, torna-se possível estudar a liquidez dos clientes, a facilidade de se desfazer dos estoques, as despesas financeiras geradas por empréstimos, a maneira de arcar com os custos financeiros, etc. Ou seja, tem-se uma primeira idéia da situação econômico-financeira da empresa e da maneira como é administrada (ou seja, seus critérios para tomada de decisões).

Normalmente um único balanço é insuficiente para uma análise mais estruturada, porque não nos dá uma idéia da evolução da empresa ao longo do tempo; levando à necessidade de estudar, ao menos, os últimos três balanços para melhor avaliar esta evolução.

3.1.2 Demonstração de Resultados

Enquanto o Balanço Patrimonial representa uma foto da empresa, o Demonstrativo de Resultado (Lucros e Perdas) corresponde a um “filme”, ou seja, representa o desempenho da empresa durante um determinado período e não uma data.

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

Da mesma maneira que ocorre com o Balanço, para se observar a evolução da empresa, devem ser estudados os últimos três Demonstrativos.

O Demonstrativo de Resultado como indicador de lucro ou prejuízo e o Balanço como indicador da estrutura patrimonial, são partes complementares e totalmente dependentes entre si numa análise empresarial.

3.1.3 Avaliação da Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos

A Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos, DOAR, reflete as mudanças na posição financeira da empresa e na sua liquidez (em termos de capital de giro) durante o período, através da análise da evolução (aumento/diminuição) do capital de giro, e das mudanças de Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. Sendo, portanto, um importante instrumento para se avaliar as decisões e operações da empresa que impactam diretamente a sua liquidez.

3.2 ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

3.2.1 Avaliação da Demonstração Financeira

Apresentado como um dos métodos de avaliação de Demonstração Financeira de empresas, este método consiste na avaliação de cada item significativo das contas de Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. Desta maneira, é feita uma análise completa de cada item, sendo efetuada, muitas vezes, a decomposição de valores relevantes das contas até que apresentem valores justos e mais compreensíveis para a análise. É indispensável, portanto, que o analista tenha conhecimento da empresa em questão e dos itens presentes na Demonstração, para que seja capaz de avaliá-los corretamente.

Contas de Ativo

➤ **Ativo Circulante**

- ✓ Disponível
- ✓ Contas a Receber
- ✓ Provisão de Devedores Duvidosos
- ✓ Títulos e Valores Imobiliários
- ✓ Estoque
- ✓ Adiantamento a Fornecedores
- ✓ Despesas Pagas Antecipadamente
- ✓ Outras Contas Operacionais
- ✓ Outras Contas Não Operacionais

➤ **Realizável a Longo Prazo**

- ✓ Conta Corrente Controlada / Coligada
- ✓ Outras Contas
- ✓ Participação em Controladas Coligadas
- ✓ Outros Investimentos
- ✓ Imobilizado
- ✓ Depreciação / Amortização
- ✓ Imobilização em Curso
- ✓ Ativo Diferido

Contas de Passivo

➤ **Passivo Circulante**

- ✓ Fornecedores
- ✓ Contas a Pagar Controladas/Coligadas
- ✓ Obrigações Sociais e Tributárias
- ✓ Adiantamento de Clientes
- ✓ Provisão para Imposto de Renda e Dividendos
- ✓ Duplicatas Descontadas
- ✓ Instituições Financeiras

- ✓ Adiantamento de Câmbio
- ✓ Debêntures
- ✓ Outras Contas
- Exigível a Longo Prazo
 - ✓ Instituições Financeiras de Longo Prazo
 - ✓ Outras Contas de Longo Prazo

Patrimônio Líquido

- ✓ Capital Social
- ✓ Reserva de Capital ou Lucro
- ✓ Reserva de Reavaliação
- ✓ Lucro ou Prejuízo Acumulado
- ✓ Patrimônio Líquido

3.2.2 Análise Econômico-Financeira Tradicional

Uma maneira de se analisar os demonstrativos contábeis é através da apuração de indicadores que correlacionam contas e/ou grupo de contas, e compará-los, como mencionado anteriormente, com os indicadores levantados em exercícios anteriores e/ou com indicadores-padrão do setor.

Os indicadores econômico-financeiros são agrupados em:

- Indicadores de Estrutura de Capital
- Indicadores de Liquidez
- Indicadores de Rentabilidade

3.2.2.1 Indicadores de Estrutura de Capital

Os indicadores de estrutura de capital procuram avaliar as decisões tomadas e os graus de risco assumidos pela empresa quanto a escolha de recursos ou fonte de recursos.

A todo momento a empresa deve decidir qual fonte de recursos utilizar, sabendo que cada uma tem seu custo e suas limitações.

- Fonte Própria: Recursos dos sócios e acionistas. Além de sua limitação, a sua decisão gira em torno do melhor retorno de capital: investir no mercado financeiro ou na própria empresa.
- Fonte de Terceiros Ligado as suas Atividades: Financiamento de fornecedores. Além de suas limitações, esta fonte não pode adiar os seus recebimentos.
- Fonte de Terceiros do Mercado Financeiro: Financiamento das necessidades não financiadas pelas fontes acima. A limitação desta fonte se restringe à política de crédito do credor e de sua disponibilidade para assumir riscos.

Participação de Capitais de Terceiros

$$\text{PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS} = (\text{CAPITAIS DE TERCEIROS} / \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO})$$

Indica o quanto a empresa tomou de capitais de terceiros em relação ao capital próprio investido, demonstrando o grau de risco que a empresa assumiu. Desta forma, quanto maior for este quociente maior será o risco de Crédito da empresa (que depende de capital de terceiros).

É importante fazer a comparação do grau de alavancagem desta empresa com as demais do setor (indicador padrão), para se ter uma idéia do grau de endividamento (com fonte de terceiros) comum ao setor, e verificar se a empresa está adequada (às vezes um alto grau é característica própria do setor).

Composição do Endividamento

$$\text{COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO} = (\text{PASSIVO CIRCULANTE} / \text{CAPITAIS DE TERCEIROS})$$

Complementando o indicador anterior, a composição do endividamento demonstra qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais da empresa.

A empresa, desta maneira, pode possuir um alto grau de endividamento, mas, no entanto, o perfil desta dívida pode ser de longo prazo, o que atenua os riscos assumidos a curto prazo.

Assim, quanto menor for este índice, melhor (menos risco no curto prazo) é para a empresa.

Imobilização do Patrimônio Líquido

$$\text{IMOBILIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO} = (\text{ATIVO PERMANENTE} / \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO})$$

Esta relação mostra o quanto a empresa aplicou em Ativos Permanentes, um uso de retorno lento, e que devem ser, portanto, financiados por uma fonte pouco exigível de seu Patrimônio Líquido.

Quando esta relação for maior que 1, indica que a empresa precisou recorrer a capitais de terceiros para financiar seu Ativo Permanente, além de ter utilizado todos seus recursos próprios (Patrimônio Líquido).

Caso as expectativas de retorno dos ativos adquiridos não sejam adequadas às fontes de terceiros utilizadas, há um aumento do risco da empresa.

Interpretação do indicador: quanto menor, melhor. Todavia, se o custo (juros + *spread* + etc.) destes recursos de terceiros for inferior à TIR (taxa interna de retorno) do negócio em que se mobilizou ativos, haverá uma “alavancagem”(positiva) desta mesma TIR.

3.2.2.2 Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez procuram observar a relação entre as fontes de recurso de terceiros e o uso dos Realizáveis, para a solvência de suas Exigibilidades.

Assim, sempre que a empresa se capitalizar, sua capacidade de pagamentos será melhor, isto é, sua liquidez irá aumentar.

Como lembrado no livro *Análise Avançada de Crédito*, de Francisco Ávila Filho, ao se estudar os indicadores de liquidez é importante atentar para o fato que estes são calculados com base no Balanço Patrimonial, de uma data específica, e por isso mostram uma posição estática, e que, portanto, podem apresentar dados que não

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

traduzem a realidade da empresa. Além disso, devem-se tomar cuidados especiais com empresas que apresentam sazonalidades.

Desta maneira, a comparação de índices de mais de um exercício e de índices-padrão do setor possibilita uma melhor avaliação do desempenho da empresa.

Liquidez Geral

LIQUIDEZ GERAL

=

$$(ATIVO CIRCULANTE + REALIZÁVEL A LONGO PRAZO) / (PASSIVO CIRCULANTE + EXIGÍVEL A LONGO PRAZO)$$

Indica a capacidade da empresa pagar todo seu Passivo Exigível com seu Ativo Realizável.

Assim, quanto maior for a relação, melhor será a liquidez da empresa.

Liquidez Corrente

$$LC = (ATIVO CIRCULANTE / PASSIVO CIRCULANTE)$$

Mostra a capacidade da empresa de pagamento no curto prazo de seu Passivo Circulante com seu Ativo Circulante.

Para operações de curto prazo, o risco de crédito será maior à medida que a relação for menor.

Liquidez Seca

$$LS = (DISPONÍVEL + APLICAÇÕES FINANCEIRAS + CLIENTES) / PASSIVO CIRCULANTE$$

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

O índice mostra a relação entre o uso de recursos de alta liquidez e o exigível de curto prazo. Sua análise mostra a representatividade e a relevância dos estoques na capacidade de pagamento da empresa.

Interpretação: quanto maior for esta relação, em melhor situação de liquidez estará a empresa.

3.2.2.3 Indicadores de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade nos permitem avaliar o desempenho da empresa em função das decisões tomadas. Estes indicadores se diferenciam dos demais pelo fato de se referirem a períodos enquanto os outros se referem a dados em uma determinada data, e, portanto, oferecem maior segurança para o analista.

Giro do Ativo

$$\text{GIRO DO ATIVO} = \text{VENDAS LÍQUIDAS} / \text{ATIVO}$$

O índice mostra a eficiência do uso dos recursos. Aplicações no Ativo da empresa devem refletir positivamente em sua atividade, que é expressa pelo volume de vendas, e aqui avaliada através do indicador Giro do Ativo.

Comparando tal índice com índices de períodos anteriores, é possível se ter uma idéia da evolução da produtividade da empresa em relação à utilização de recursos. A comparação com índices-padrão do setor também ajuda na interpretação da evolução deste índice.

Uma queda no indicador pode, entre outros, demonstrar:

- ✓ retração do mercado como um todo: o mercado passou a comprar menos produtos , diminuindo as vendas de todas as empresas do ramo

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

- ✓ perda de participação do mercado: a empresa perdeu mercado para outros concorrentes que sabem vender melhor ou têm produtos mais competitivos
- ✓ estratégia da empresa: a empresa aumenta seus preços, dispõe-se a vender menos, mas com margem de lucro maior, compensando desta maneira a queda nas vendas. A vantagem desta medida, quando bem sucedida, é manter ou aumentar o lucro, com muito menor volume, e, portanto, menos risco.

Margem Líquida ou Lucratividade das Vendas

$$\text{MARGEM LÍQUIDA} = (\text{LUCRO LÍQUIDO} / \text{VENDAS LÍQUIDAS}) * 100$$

Esta relação mostra o resultado líquido das vendas em comparação à administração de receitas, custos e despesas.

A empresa pode conseguir colocar seus produtos no mercado, mas não obter resultados finais positivos, isto é, ela pode estar vendendo apenas para se manter no mercado (com um preço abaixo do custo).

Claramente, quanto maior for o resultado do indicador, melhor é para a empresa.

Rentabilidade do Ativo

$$\text{RENTABILIDADE DO ATIVO} = (\text{LUCRO LÍQUIDO} / \text{ATIVO}) * 100$$

A relação indica o quanto a empresa obtém de lucro para cada \$100.00 de Investimento Total, ou seja, mostra o retorno do uso dos recursos da empresa.

Um dos objetivos da empresa é otimizar a utilização de seus recursos de maneira que os mesmos apresentem aos seus sócios/acionistas um retorno satisfatório. Desta forma, quanto maior for esta relação, melhor está sendo o retorno para a empresa.

Rentabilidade do Patrimônio Líquido

$$\text{RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO} = (\text{LUCRO LÍQUIDO} / \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO MÉDIO})$$

Do ponto de vista dos sócios/acionistas este é o indicador mais importante, uma vez que indica a taxa de retorno do capital próprio investido.

Como mencionado anteriormente, os sócios/acionistas tem outras alternativas de investimento de capital, que não somente a empresa. Desta maneira, se a rentabilidade do seu capital investido não for satisfatória, pode não ser mais atrativo para ele injetar mais capital, aumentando-se a necessidade de capital de terceiros para a empresa. Em consequência, o aumento da necessidade de capital de terceiros pode vir a afetar negativamente (diminuir a rentabilidade) os resultados da empresa.

3.2.3 Análise Econômico-Financeira: Instrumentos Avançados

A análise tradicional nos dá uma visão estática da empresa, apesar de ser um bom referencial para se ter uma idéia da saúde da econômica da empresa. No entanto, é também muito importante analisar instrumentos que dêem uma visão dinâmica da empresa, como:

- ✓ Necessidade de Capital de Giro
- ✓ Geração Interna de Recursos
- ✓ Fluxo de Caixa
- ✓ Fluxo Usos e Fontes de Recursos

3.2.3.1 Necessidade de Capital de Giro

Necessidade de Capital de Giro (NCG), também chamada de Investimento Operacional em Giro (IOG), representa o total do capital necessário para que a empresa gire sua

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

atividade. Assim, através da análise do Balanço Patrimonial é possível identificar as contas que se referem estritamente à atividade operacional, e assim sermos capazes de avaliar a NCG.

O levantamento da NCG, desta maneira, nos permite avaliar a gestão quanto a utilização de suas fontes e de seus recursos para a manutenção da atividade operacional; já que além de seu capital próprio, a empresa recebe financiamentos de diferentes origens (por exemplo: Fornecedores) e também os concede (por exemplo: Duplicatas a Receber).

A NCG, desta forma, é dada por:

$$NCG = \text{FINANCIAMENTOS CONCEDIDOS} - \text{FINANCIAMENTOS RECEBIDOS}$$

A análise da NCG como apresentada acima é estanque, pois apresenta apenas saldos de final de período. Assim, para ser capaz de fazer uma análise dinâmica é preciso calcular a variação da NCG:

$$\Delta NCG = NCG_{x2} - NCG_{x1}$$

As contas que representam os Financiamentos Concedidos pela empresa (o que ela “banca”), estão representados nas contas do ativo Circulante por:

- Duplicatas a Receber
- Estoques (Produtos Acabados, Matérias-primas, Produtos em Elaboração)
- Adiantamento a Fornecedores
- Impostos a Recuperar (Ligados a compra/venda de produtos)
- Despesas Pagas Antecipadamente (operacionais)
- Outras Contas Operacionais

CAPÍTULO 3 – REVISÃO DOS CONCEITOS

Os Financiamentos Recebidos estão representados pelas seguintes contas de Passivo Circulante:

- Fornecedores
- Adiantamento de Clientes
- Salários / Tributos / Contribuições (exceto IR)
- Outras Obrigações

Fica claro, portanto, que a Necessidade de Capital de Giro não depende de:

- Lucro ou Prejuízo da Empresa
- Instituições Financeiras
- Disponibilidades e Aplicações financeiras
- Capital de Giro próprio

3.2.3.2 Geração Interna de Recursos

A Geração Interna de Recursos é nada mais nada menos que o resultado financeiro da empresa, ou seja, o resultado econômico do período (Lucro Líquido) ajustado por fatores que não representam saída/entrada efetiva de caixa.

É, desta maneira, um parâmetro utilizado para determinar se a empresa ganhou ou perdeu dinheiro num período, e, também, uma fonte de comparação com sua Necessidade de Financiamento (como será discutido no item Fluxo de Caixa Operacional).

GERAÇÃO INTERNA DE RECURSOS

=

LUCRO LÍQUIDO +/- SALDO DA CORREÇÃO MONETÁRIA +/- RESULTADO DE EQUIVALÊNCIA
PATRIMONIAL + DEPRECIAÇÃO/AMORTIZAÇÃO + PROVISÃO DE IR

Os fatores que entram na correção acima citada são:

- Saldo da Correção Monetária: é uma conta que afeta o resultado da empresa no momento da sua ocorrência, apesar de não representar uma entrada/saída efetiva de caixa; devendo ser somado se negativo e subtraído se positivo.
- Resultado da Equivalência Patrimonial: representa um ajuste das aplicações da empresa no Patrimônio Líquido de suas controladas, não sendo, desta maneira, uma entrada/saída efetiva de caixa; devendo ser somado se negativo e subtraído se positivo.
- Depreciação / Amortização / Exaustão: tais despesas de bens do Ativo afetam o Resultado Bruto e Operacional, mas não representam saída efetiva de recursos, devendo ser revertidas.
- Variações Monetárias Ativas / Passivas: correspondem ao ajuste econômico de Exigíveis e Realizáveis de Longo Prazo, não representando entrada/saída efetiva de caixa. As Variações Ativas devem ser subtraídas e as Variações Passivas somadas.
- Provisão para Imposto de Renda: apesar de afetar o Lucro Líquido da empresa no período estudado, ela só será desembolsada no período seguinte.
- Provisões: provisões/reservas que devem ser somadas, uma vez que não representam saída efetiva de recursos.
- Outras Contas: demais contas, que não representam saída/entrada efetiva de caixa, e que devem ser revertidas para efeito da apuração de geração de recursos.

3.2.3.3 Fluxo de Caixa

O Fluxo de Caixa permite uma análise dinâmica das aplicações dos recursos da empresa.

Fluxo de Caixa Operacional

O Fluxo de Caixa Operacional é estruturado de maneira que se possa analisar a performance das atividades operacionais da empresa.

Desta forma, ele nos permite fazer uma comparação entre a variação do NCG no período com sua fonte de financiamento: Geração Interna de Recursos. Caso a relação seja menor que um, significa que a performance da empresa no período não foi suficiente para suprir suas necessidades de giro, e ela teve de recorrer a outras fontes de capital para manter suas atividades.

$$\begin{aligned} \text{FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL} \\ = \\ [(Geração Interna de Recursos / Variação NCG) - 1] * 100 \end{aligned}$$

Fluxo de Caixa Global

O Fluxo de Caixa Global, por sua vez, nos permite uma visão da movimentação total dos recursos usados durante o período, ampliando a visão inicial dada pelo Fluxo de Caixa Operacional.

Através deste instrumento é possível identificar quais foram as fontes utilizadas diretamente para suprir os déficits operacionais, e também como foram utilizados os superávites realizados.

Desta maneira, para sua análise, parti-se da NCG (Necessidade de Capital de Giro) para levantar a origem do financiamento feito através dos recursos liberados para o giro. Quando aqueles não são suficientes, é possível também levantar quais foram as fontes que o complementaram.

3.2.3.4 Fluxo de Usos e Fontes de Recursos

Através deste instrumento é possível obter uma visão global da alocação de recursos, e da obtenção das fontes necessárias. E, desta maneira, efetuar uma análise que permita avaliar o uso de cada recurso assim como a fonte captada relacionada a cada decisão tomada.

O maior benefício desta análise é, portanto, ter-se a possibilidade de avaliar as ações da administração e, consequentemente, seus reflexos sobre as posições da empresa.

No cálculo da NCG haviam sido consideradas apenas as contas relacionadas às atividades operacionais da empresa, no entanto, existem outras fontes de financiamento utilizadas pela empresa que serão aqui avaliadas.

Uso de Recursos – Necessidade de Financiamento

A Necessidade de Financiamento da empresa indica o volume de recursos total de que a empresa necessita, considerando-se sua atividade operacional e também não operacional. E, desta maneira, ao compararmos a Necessidade de Financiamento com a NCG torna-se fácil visualizar que parcela da necessidade da empresa está diretamente envolvida com o seu ciclo operacional.

$$\begin{array}{c}
 \text{Necessidade de Financiamento} \\
 = \\
 \text{NCG} + \text{Ativos Não Oper.} - \text{Passivos Não Oper.} + \text{C/C Controladas / Coligadas}
 \end{array}$$

Desta forma tem-se:

- Ativos Não Operacionais
 - Outras contas Não operacionais
 - Outras contas de Realizável a Longo Prazo

- Passivos Não Operacionais
 - Provisão de IR + Dividendos
 - Outras Contas – Exigível a Longo Prazo

Fontes de Recursos

Tendo-se levantada a Necessidade de Financiamento da empresa, uso de recursos, é preciso avaliar as decisões de captação de recursos para suprirem estas necessidades:

- Fontes Próprias
 - Operacionais
 - Sócios/Acionistas
- Fontes de Terceiros
 - Curto Prazo
 - Longo Prazo

Capítulo 4

ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

4.1 ATRATIVIDADE DE UM SETOR

Conforme Michael Porter destaca, é preciso atentar a dois fatores principais na escolha de um setor no qual se pretende investir; no nosso caso, através da concessão de crédito.

O primeiro se refere à atratividade do setor em termos de rentabilidade de longo prazo, e, consequentemente, dos fatores que levam a esta atratividade. Diferentes setores oferecem oportunidades bem diferentes quanto à rentabilidade, assim, a rentabilidade própria de um setor constitui um atrativo a mais na determinação da rentabilidade de certa empresa. O segundo fator se refere à posição que a empresa assume dentro de seu setor. Tal posição pode ser fundamental para rentabilidade da empresa dentro de seu setor, se destacando em relação à rentabilidade média do mesmo.

Desta forma, o primeiro determinante de rentabilidade de uma empresa é justamente a atratividade de seu setor, que está diretamente ligada à estrutura da competição. Ainda conforme o autor, as regras da concorrência, em qualquer setor, estão englobadas em cinco forças competitivas: Entrada de Novos Concorrentes, Ameaça de Substitutos, Poder de Negociação dos Compradores, Poder de Negociação dos Fornecedores e Rivalidade entre os Concorrentes Existentes.

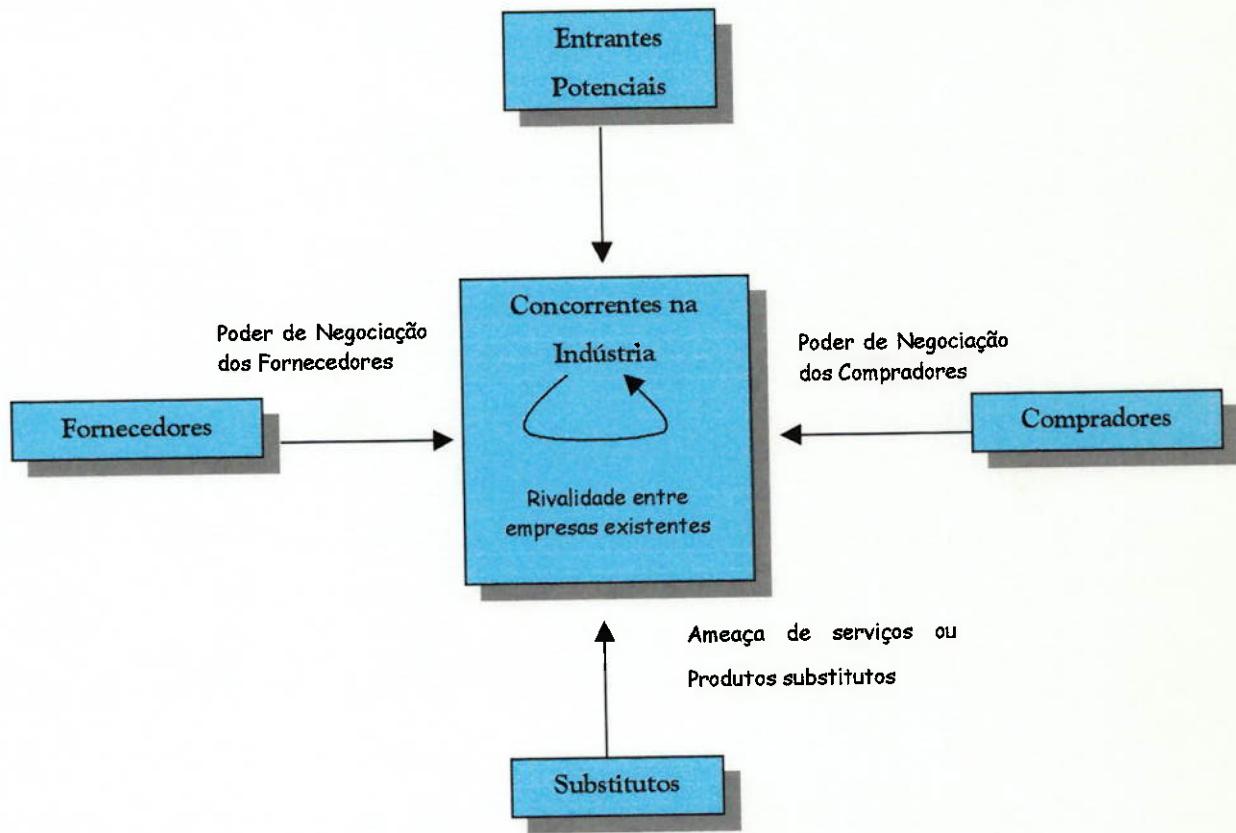


Figura 3: As Cinco Forças Competitivas que Determinam a Rentabilidade da Indústria (Fonte: Michael Porter -1986)

Assim, a maneira como está estruturado o conjunto destas cinco forças competitivas, para um dado setor de negócios, determina a habilidade das empresas em conseguir taxas de retorno sobre investimento superiores ao custo do capital e continuar atraindo investimento de acionistas e/ou sócios.

“As cinco forças determinam a rentabilidade da indústria porque influenciam os preços, os custos e os investimentos necessários das empresas em um setor – os elementos do retorno do investimento. O poder do comprador influencia os preços que as empresas podem cobrar, da mesma maneira que a ameaça de substituição. O poder de negociação dos fornecedores determina os custos das matérias-primas e de outros insumos. A intensidade da rivalidade influencia os preços assim como os custos da

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

concorrência (fábrica, publicidade, desenvolvimento, força de vendas). A ameaça de entrada coloca um limite nos preços e modula o investimento exigido para deter entrantes.” (Michael Porter, 1986, p-4)

As cinco Forças Competitivas e seus determinantes estruturais não são, desta maneira, uma função de características apenas intrínsecas ao setor, mas também uma combinação dos fatores acima, que tornam a escolha do setor e da empresa, onde se quer investir o ponto-chave de sucesso para futuros investimentos. Desta maneira, a análise do setor da empresa, nos moldes de Porter é uma ferramenta a mais que será utilizada na Análise Setorial.

4.2 ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

Conforme Ávila Filho, descreve no livro *Análise Avançada de Crédito*, o objetivo primordial de uma análise setorial é fornecer informações sobre as condições das empresas para atuarem no setor em que operam. De nada adianta ter-se uma empresa com uma ótima infra-estrutura se não existe mercado para a absorção de sua produção. Desta maneira, é importante que se faça uma análise comparativa entre o comportamento do mercado do setor e da empresa em questão, assim como um levantamento das perspectivas futuras para ambos.

Uma Análise Setorial deve, portanto, ser capaz de nos fornecer uma idéia exata do desempenho do setor, devendo ser composta pelos seguintes tópicos:

- ✓ Caracterização do Setor: Desenvolvimento de um estudo sobre o mercado de atuação da empresa, apontando: o número de empresas que atuam no mesmo, o seu *market share*, a sua participação no mercado externo e interno, os principais fatores de influência sobre o consumo, a formação de preços internos e externos.

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

- ✓ **Pesquisa e Análise Quantitativa:** Pesquisa de dados de mercado, que deve ser feita principalmente em fontes secundárias, a fim de não comprometer os dados. Devem ser levantadas informações como: volume de produção, exportação, importação, consumo aparente; variação de preços, dentre outros. Com base nesta pesquisa, a Análise Quantitativa faz o estudo da evolução / involução histórica do mercado.
- ✓ **Análise Qualitativa:** Estuda a causa das variações percebidas na Análise Quantitativa, relacionando-as a fatores conjunturais e/ou restritos de influência no mercado de atuação da empresa.
- ✓ **Análise da Situação Atual e Perspectivas:** Tomando como base os dados históricos do setor e a situação atual do mesmo, são estabelecidas perspectivas e traçadas tendências / projeções.
- ✓ **Empresa x Mercado:** Levantamento de um paralelo entre a situação da empresa e seu mercado de atuação. Tal paralelo será traçado conforme a metodologia das 5 Forças Competitivas de Porter, apresentada a seguir.

4.3 AS 5 FORÇAS DE PORTER – DISCUSSÃO TEÓRICA

A seguir são apresentadas conceitualmente as 5 Forças Competitivas destacadas por Porter como fundamentais para a análise estratégica / competitiva de um setor qualquer.

4.3.1 Compradores

O poder dos compradores está na negociação de preços, que sempre força-os para baixo, fazendo pressão por melhor qualidade e mais serviços. Os compradores, assim, conseguem determinar até que preço/custo eles estão dispostos a pagar e, assim, reter

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

valor criado para seus produtos, fazendo com que as empresas fornecedoras tenham de se conformar com baixos retornos.

A satisfação das necessidades dos compradores, desta forma, é um dos pré-requisitos para a rentabilidade do setor. Ou seja, a forma como os compradores estão estruturados, o seu papel no mercado, e a importância que suas compras tem também determinam a força de seu poder de compra.

Assim, um comprador é mais poderoso quando, por exemplo, um dos seguintes fatores podem ser observados:

- Comprador concentra grande parcela das vendas de um fornecedor
- Existe uma fração significativa entre custos de compra de certo produto em relação aos custos de compra totais da empresa
- Os lucros do comprador são reduzidos (criando incentivos para barganhar por redução dos custos de compra)
- Os produtos de compra são padronizados, não-diferenciados
- Compradores que tem possibilidade de fazer integração para trás (e tornar-se independentes do fornecedor)
- Produto da indústria não é importante para a qualidade do produto do comprador (sendo, portanto, sensível ao preço)
- Comprador tem total conhecimento do setor do fornecedor (aumentando seu poder de barganha)

4.3.2 Substitutos

A ameaça de substitutos está em apresentar um produto alternativo que seja capaz de satisfazer as necessidades básicas do comprador. Desta forma, ele se torna uma ameaça a rentabilidade do produto substituído, reduzindo retornos potenciais da indústria ao colocar um teto máximo no preço que o comprador está disposto a pagar.

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

Ao analisar produtos substitutos deve-se dar uma maior atenção àqueles que tem espaço para apresentar melhorias em seus *trade-offs* de preço-desempenho em relação aos produtos oferecidos na indústria, e também aqueles que são produzidos por indústrias com lucros muito altos (e, portanto, tem possibilidade de baixar seus preços a níveis que não podem ser acompanhados pela concorrência).

4.3.3 Fornecedores

O poder dos fornecedores determina, por sua vez, até que ponto os fornecedores, e não as empresas de um setor, irão apropriar-se do valor/custo criado para os compradores. Ou seja, neste caso, ao contrário do Poder dos Compradores, os fornecedores têm total controle sobre o preço/custo que querem cobrar do mercado, sendo capazes de diminuir a rentabilidade de uma indústria se esta for incapaz de repassar os custos a seus preços.

Assim, os fornecedores podem exercer seu poder através de ameaças de elevação de preços ou redução da qualidade de produtos e serviços oferecidos. Condições que tornam os fornecedores mais poderosos, são na verdade o “espelho” das condições que dão poder aos compradores. Algumas destas condições são citadas abaixo:

- Fornecimento é dominado por poucos, lidando com Compradores fragmentados
- Não existência da concorrência de produtos substitutos
- Importância do Comprador para a carteira do Fornecedor (quando se trata de uma empresa de pouca importância o Fornecedor exerce seu poder sem “medo” de perder o cliente)
- Produto do Fornecedor é importante para o Comprador
- Fornecedor oferece produtos diferenciados
- Fornecedores tem possibilidade de fazer integração à jusante (e tornar-se concorrente do comprador)

4.3.4 Novos entrantes

“A ameaça de entrada determina a probabilidade de novas empresas entrarem em uma indústria e conquistarem mercado, passando tais benefícios para os compradores na forma de preços mais baixos ou elevando os custos da concorrência.” (Michael Porter, 1986, p-7).

Tal probabilidade de entrada pode ser estancada pelas Barreiras de Entrada de cada setor, sendo elas um empecilho que as novas empresas irão ter de transpor antes de encarar a concorrência. As principais Barreiras se referem à: Economia de Escala, Diferenciação do Produto, Necessidades de Capital, Custos de Mudança, Acesso aos Canais de Distribuição, Desvantagem de Custo Independentes de Escala e Política Governamental.

4.3.5 Concorrência na Indústria

A concorrência e rivalidade na indústria ocorrem, normalmente, por disputa de posições. Movimentos competitivos de uma empresa tem efeitos em seus concorrentes, que devem se “mexer” para não perder mercado ou posição, evidenciando dependência mútua entre as empresas. Desta maneira, se os movimentos das empresas crescem desordenadamente toda a indústria (setor) pode sofrer as consequências, ficando, provavelmente, numa situação pior que a situação inicial.

Dentre as formas de concorrência a mais “perigosa” é a Concorrência de Preços, que em grande parte das vezes deixa o setor inteiro em uma situação pior que a anterior no que se refere à rentabilidade do negócio.

A rivalidade da competição se dá por vários fatores estruturais, dentre eles podemos citar:

- Concorrentes numerosos ou bem equilibrados
- Custos Fixos de Armazenamentos Altos

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE SETORIAL - METODOLOGIA

- Ausência de Diferenciação ou Custos de Mudança
- Capacidade aumentada em grandes incrementos
- Concorrentes divergentes estrategicamente
- Barreiras de Saída Elevadas

Por fim, a intensidade da rivalidade age de modo semelhante à ameaça de entrada. Ou seja, ela determina até que ponto empresas que já estão em uma indústria (setor) são capazes de conquistar os seus compradores através do valor criado, na medida em que repassam o mesmo na forma de preços mais baixos para compradores.

4.4 ANÁLISE SETORIAL - IMPORTÂNCIA

Como já discutido anteriormente, é imprescindível que se faça uma análise setorial antes de se efetuar um investimento. Esta análise, portanto, deve avaliar não só como o mercado está estruturado atualmente, conforme as 5 forças de Porter, mas também elaborar projeções e tendências para o mesmo.

Em diferentes setores nem todas as cinco forças têm igual importância, e os fatores estruturais particulares irão divergir. *“Cada setor é único e tem sua estrutura também única. A metodologia das cinco forças permite que se perceba a complexidade e aponte os fatores críticos para a concorrência em sua indústria (setor).”* (Michael Porter, 1986, p-6)

Desta maneira, deve-se avaliar a posição relativa da empresa dentro do seu setor. O seu posicionamento é capaz de determinar se a rentabilidade da mesma está abaixo ou acima da média do setor. Uma empresa que pode posicionar-se bem é capaz de obter altas taxas de retorno, mesmo que a estrutura setorial esteja desfavorável e a rentabilidade média do setor seja baixa.

4.5 DINÂMICA DO MERCADO - NECESSIDADE DE REVER INVESTIMENTOS

A estrutura de um setor é relativamente estável, podendo modificar-se com o desenvolvimento do mesmo (novas tecnologias, por exemplo), com mudanças econômicas e políticas, e até mesmo por mudanças do próprio setor (como falência de um *player* importante). Uma mudança estrutural, desta forma, altera o equilíbrio relativo das forças competitivas, podendo, portanto, influenciar de uma maneira positiva ou negativa a rentabilidade não só do setor mas também das empresas componentes do mesmo.

Um outro fator importante que influência a rentabilidade setorial é o equilíbrio da função oferta x procura. Sabe-se que quando a procura é maior que a oferta, uma alta rentabilidade é quase certa para a empresa.

Como explica Porter, o equilíbrio oferta x procura sofre uma forte influência da estrutura setorial no longo prazo, da mesma maneira que as consequências de um desequilíbrio oferta x procura influem na rentabilidade. Ele conclui, portanto, que muito embora as flutuações a curto prazo na oferta e na procura possam afetar a rentabilidade a curto prazo, a estrutura industrial constitui a base da rentabilidade no longo prazo.

Capítulo 5

ANÁLISE SETORIAL

5.1 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A Bahia Sul Celulose S.A. é uma empresa brasileira produtora de celulose de fibra curta branqueada e de papel para imprimir e escrever, que utiliza como matéria-prima principal o eucalipto.

A Bahia Sul, em si, é o resultado da associação entre duas empresas: a Companhia Suzano de Papel e Celulose e a Companhia Vale do Rio Doce. Sua constituição se deu em 8 de dezembro de 1987, através de *uma joint-venture* entre estas duas empresas, e em junho de 1989 a Bahia Sul iniciou a implantação de sua unidade industrial. Finalmente, em março de 1992, deu-se o *start up* da fábrica de celulose e, enfim, em fevereiro do ano seguinte, o da fábrica de papel.

A Companhia Suzano, cujas operações são baseadas em São Paulo, é uma das líderes do mercado brasileiro de papel. Foi a empresa que primeiro desenvolveu a tecnologia para utilização da fibra do eucalipto na fabricação de papéis para imprimir e escrever. A Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), por sua vez, é uma das maiores empresas mineradoras do mundo, com atividades também nas áreas de transporte, silvicultura e celulose.

A BNDESPAR Participações S.A. do sistema BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), a International Finance Corporation (IFC) do Banco Mundial e o Fundo de Investimentos do Nordeste (FINOR), também fazem parte da composição acionária da empresa. Suas ações são negociadas nas duas principais Bolsas de Valores do país, São Paulo e Rio de Janeiro, e na bolsa de Nova York (EUA), através de ADR's⁴.

⁴ ADR's (American Depository Receipts) são títulos representativos de ações de empresas brasileiras negociadas nas bolsas americanas.

Composição Acionária da Empresa

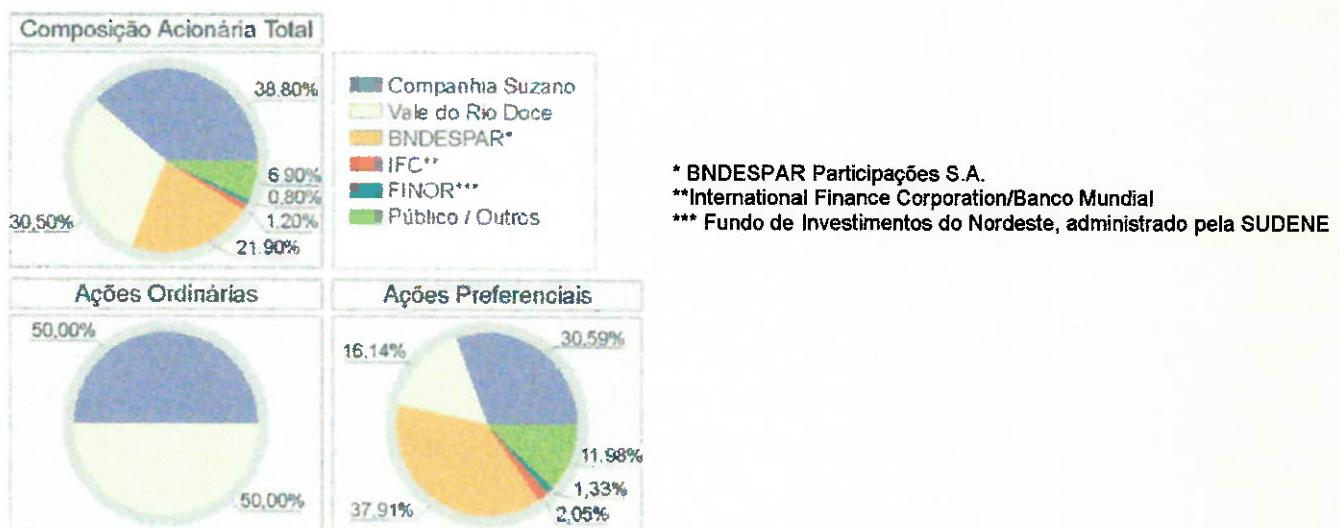


Figura 4. Composição Acionária da Empresa (Fonte: Site da Empresa na Internet)

A Bahia Sul tem capacidade nominal para produção de 500 mil toneladas/ano de celulose, sendo que parte é utilizada na produção de papel de imprimir e escrever. Sua capacidade de produção de papel é de até 250 mil toneladas/ano com gramaturas que variam de 56 a 110 g/m². Mais da metade de suas vendas é destinada à exportação.

A empresa possui baixos custos de produção, que lhe asseguram competitividade nos mercados interno e externo. Dentre os fatores que mais contribuem para os estes baixos custos, destacam-se:

- custo da madeira - resultante do crescimento rápido do eucalipto, a reduzida distância de transporte e a facilidade de colheita. A Bahia Sul possui plantios próprios que garantem o suprimento total das necessidades da empresa.
- custos industriais - resultantes da eficiência de operação, auto-suficiência em energia, recuperação de produtos químicos e economia de escala de produção.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

“A Bahia Sul Celulose está localizada no extremo sul do Estado da Bahia (...) a 3.000 km da Amazônia, 900 km de Salvador, 1.250 km de São Paulo e a 320 km do Porto de Vitória, por onde exporta sua produção.”

“A planta industrial situa-se próximo à rodovia BR 101, no município de Mucuri. Os plantios estão localizados no extremo sul do Estado da Bahia e no norte do Espírito Santo, em áreas descontínuas que totalizam 115,7 mil hectares, dos quais 66,4 mil efetivamente plantados com eucalipto. A preservação de matas nativas, áreas em estágio de recomposição e mananciais totalizam 41,5 mil ha. Os 7,8 mil ha restantes estão ocupados com edificações e estradas. Os eucaliptos são plantados em terras próprias ou legalmente arrendadas, dispersas em seis municípios da Bahia (Mucuri, Nova Viçosa, Caravelas, Teixeira de Freitas, Alcobaça e Ibirapuã) e outros três do Espírito Santo (Pedro Canário, Conceição da Barra e São Mateus).

A empresa possui títulos de posse e domínio de todas as propriedades incorporadas ao seu patrimônio e contratos de arrendamento com terceiros. Todas as terras e recursos naturais são utilizados pela Bahia Sul em conformidade com os direitos legais de posse e uso, não existindo conflitos de qualquer natureza com as comunidades tradicionais circunvizinhas.” (www.bahiasul.com.br)

5.2 DINÂMICA DO SETOR

5.2.1 Brasil x Mercado Externo

O mercado brasileiro não tem capacidade de absorver toda a sua produção de celulose, fazendo com que as empresas brasileiras dependam do mercado externo para poderem escoar toda a sua produção.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

A produção mundial de celulose e papel, por sua vez, é concentrada em regiões que possuem abundantes recursos vegetais e uma extensa indústria de base, tais como Estados Unidos, Japão, China, Canadá, Alemanha e Finlândia.

Papel (1997)	Produção (MM ton)	%	Consumo (MM ton)	%	Saldo (MM ton)
EUA	86,5	29	90,0	30	(3,5)
Japão	31,0	10	31,3	11	(0,3)
China	27,4	9	32,6	11	(5,2)
Canadá	19,0	6	6,6	2	12,4
Alemanha	16,0	5	15,7	5	0,3
Brasil	6,5	2	6,1	2	0,4
Mundo	299,0	100	297,0	100	2,0

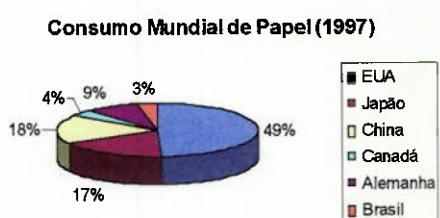


Figura 5. Produção e Consumo Mundiais de Papel (Fonte: Abracelpa, BNDES)

Aproximadamente 48% da produção mundial de papel se concentra entre os EUA, o Japão e a China. Entretanto, estes países possuem um consumo que representa cerca de 52% da produção mundial de papel, sendo, portanto, maior que sua produção, e, assim, dependem de importação de papel para satisfazer as necessidades totais de sua economia.

O Canadá, por sua vez, destaca-se por ser o maior exportador líquido de papel, beneficiado por suas características geográficas.

O Brasil detém cerca de 2% da produção mundial de papel, com um consumo aquém de sua capacidade de produção, o que lhe permitiu exportar aproximadamente 0.4MM de ton. em 1997. Dentro desta produção, 44% se destinam a papéis de embalagens e 30.8% a papéis de imprimir e escrever, conforme informado pelo BNDES (estas estatísticas serão apresentadas a seguir).

Comparando-se a produção e o posicionamento das maiores empresas produtoras de papel do mundo, percebe-se que as empresas brasileiras tem uma capacidade muito inferior. Para se ter uma idéia, a maior produtora de papel do mundo, a Enzo / Stora, em

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

1997 produziu 13.5 MM ton., o que é mais que o dobro que a produção brasileira total daquele ano.

Empresas (Papel)	País	Produção (MM ton)	Posicionamento
Enzo / Stora	Suécia / Finlândia	12.113	1º
International Paper	EUA	10.185	2º
UPM-Kymmene	Finlândia	7.198	3º
Georgia Pacific	EUA	6.495	4º
Nippon Paper	Japão	6.218	5º
Stone Container	EUA	6.195	6º
Ogi Paper	Japão	5.937	7º
Champion	EUA	5.635	8º
Kimperiv-Clark	EUA	3.500	15º
Klabin	Brasil	959	

Figura 6. Produção Mundial de Papel por Empresas (1997). (Fonte: BNDES)

A produção mundial de celulose concentra-se na América do Norte (47%) totalizando 84.1MM de ton.

A participação brasileira no mercado de celulose é pequena, cerca de 4%, mas é significativa para o “Mercado de Celulose de Fibra Curta” onde possui 17% do mercado mundial, ficando atrás apenas dos EUA.

Celulose (1997)	Produção (MM ton)	%
EUA	59,3	33
Canadá	24,8	14
China	17,3	10
Japão	11,4	6
Finlândia	11,0	6
Brasil	6,3	4
Mundo	178,2	100

Produção Mundial de Celulose (1997)

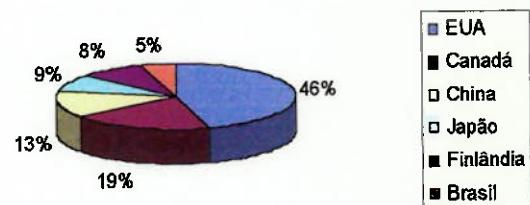


Figura 7. Produção Mundial de Celulose (1997) (Fonte: Abracelpa, BNDES)

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

Graças à vantagem de possuirmos florestas de eucaliptos de clima subtropical-tropical e de tempo de amadurecimento 2 vezes mais rápido que os outros países, o nosso país possui um dos menores custos para produção de celulose do mundo. Fato que colaborou para a consolidação da celulose de fibra curta e do papel brasileiro no mercado mundial.

A maior parte da produção mundial de celulose é feita em unidades integradas de papel e celulose, sendo, portanto, destinada ao consumo próprio.

O Brasil, como mencionado anteriormente, se destaca entre os produtores de “Celulose de Mercado”, mais especificamente no seguimento de “Fibra Curta”, que é o tipo de celulose utilizada na produção de papéis macios, papéis tipo *Tissue* e papéis de Imprimir e Escrever. Ainda dentro deste mercado, ele é o principal produtor de celulose de eucalipto (detém cerca de 90% da produção mundial). Dentre as empresas nacionais a que mais se destaca neste ramo é a Aracruz, que está em 8º lugar no *ranking* mundial.

Empresas (Celulose de Mercado)	País	Produção (MM ton)	Posicionamento
Weyerhaeuser	USA	1.982	1º
Georgia Pacific	USA	1.975	2º
International Paper	USA	1.953	3º
Enzo / Stora	Suécia / Finlândia	1.790	4º
Maad	EUA	1.374	5º
Södra	Suécia / Finlândia	1.188	6º
Arauco	Chile	1.107	7º
Aracruz	Brasil	1.058	8º

Figura 8. Produção Mundial de Celulose de Mercado por Empresas (1997) (Fonte: BNDES)

5.2.2 Mercado Brasileiro de Papéis e Celulose

O mercado nacional de papel cresceu muito após o Plano Real e acompanhou o crescimento da economia brasileira. É de se esperar, portanto, que ele retome sua

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

trajetória assim que o país conseguir retomar o crescimento. Além disto, os efeitos positivos da desvalorização cambial e a consequente diminuição de importação de produtos já embalados devem ser levados em consideração para 1999.

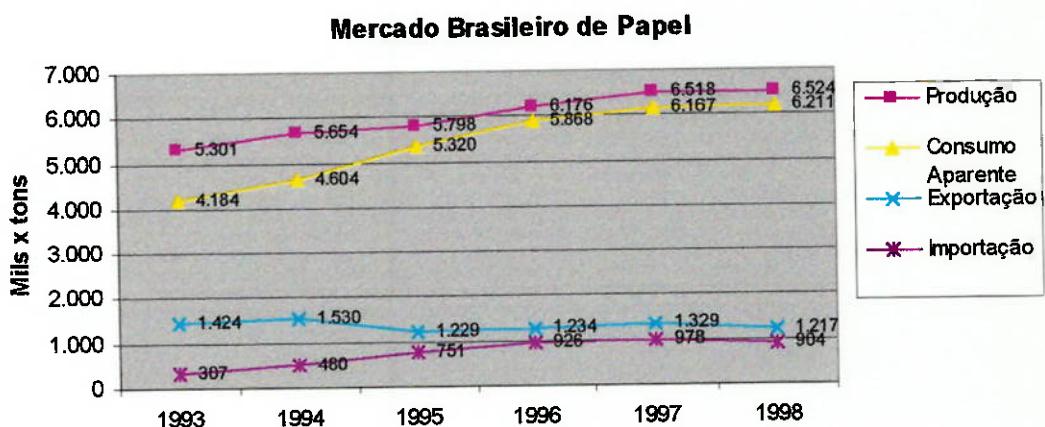


Figura 9. Mercado brasileiro de Papel (Fonte: Abracelpa, BNDES)

Observando a distribuição gráfica acima, podemos perceber que as exportações não têm um papel relevante para o mercado de papel, isto é, o alto consumo interno absorve quase toda a produção nacional. As importações, por sua vez, como pode-se perceber, sofreram um pequeno aumento devido aos benefícios trazidos pelo Plano Real (1994), sendo os principais produtos importados: o papel imprensa (o mercado nacional consegue atender apenas cerca de 40% do consumo interno) e papéis especiais.

Diferentemente do que acontece no mercado de papel, no mercado de celulose, há uma clara dependência das Exportações. O aumento da produção, não acompanhado por um aumento de consumo gera o excedente a ser exportado.

Aliado a isto, ainda há um nível de Importações bastante baixo, fazendo com que este setor tenha um peso considerável para a Balança Comercial Brasileira, colaborando para a mesma como um exportador líquido.

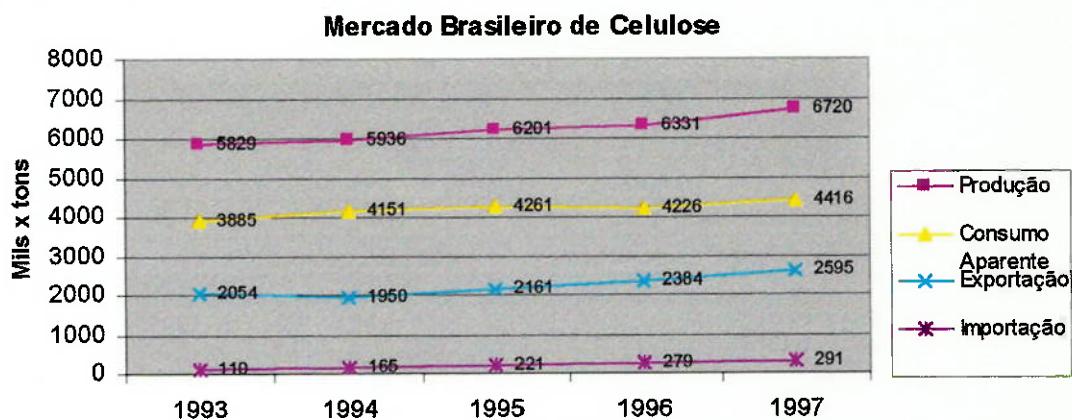


Figura 10. Mercado Brasileiro de Celulose (Fonte: Abracelpa, BNDES)

5.2.3 Colaboração do Setor para a Balança Comercial Brasileira

O setor de papel e celulose, como ressaltado acima, é um contribuinte positivo para o saldo da Balança Comercial brasileira, sendo um exportador líquido. Não fosse o saldo positivo deste setor, a Balança Comercial teria tido resultados ainda piores entre 1995 e 1998.

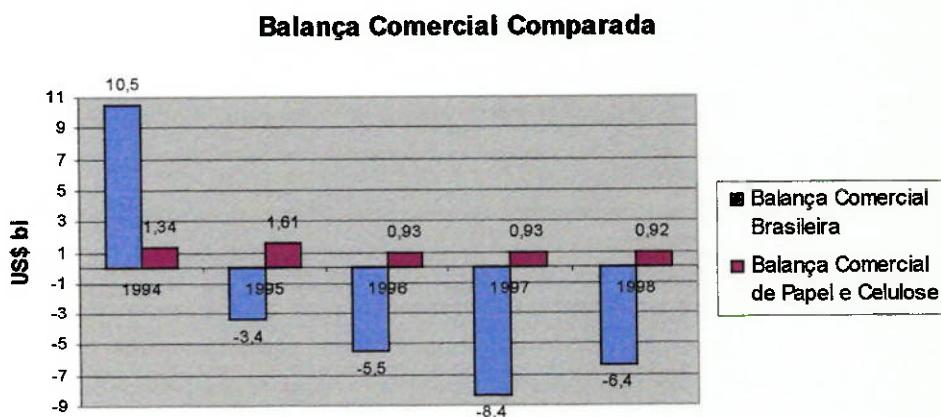


Figura 11. Balança Comercial Comparada (Fonte: Abracelpa)

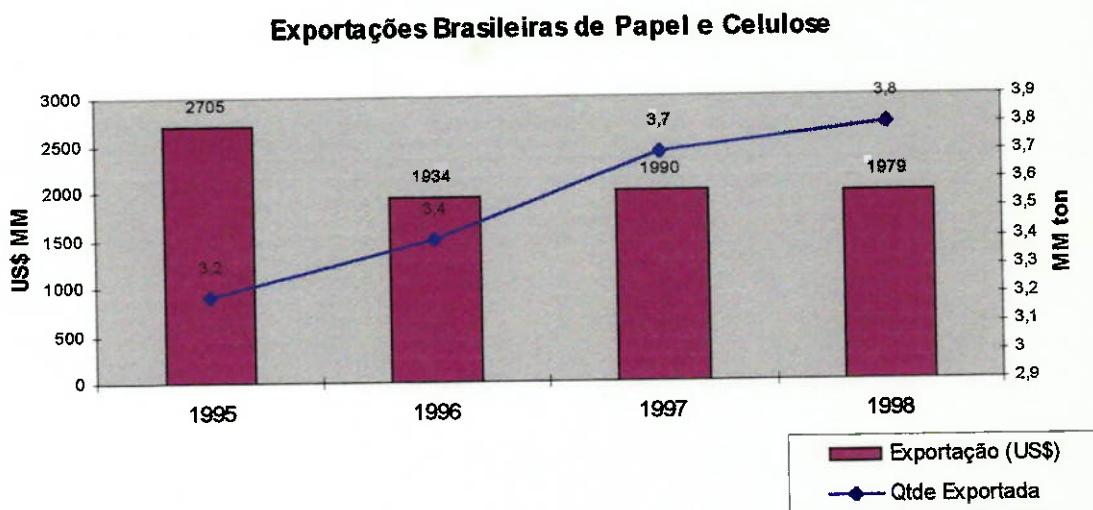


Figura 12. Exportações Brasileiras de Papel e Celulose (Fonte: Abracelpa)

As exportações em 1996 em US\$ foram prejudicadas pela diminuição do preço no final de 1995 (mais adiante será discutida a evolução internacional dos preços deste setor). Nem o aumento de quase 10% na produção conseguiu manter o resultado das exportações no mesmo nível que o ano anterior.

Em 1997, a Balança Comercial do setor conseguiu se manter no mesmo patamar na Balança Comercial de 1996, graças a mais um aumento bastante expressivo da quantidade exportada (10%), uma vez que houve uma queda de preços em 1997 de aproximadamente 7%.

O fenômeno se repetiu em 1998, quando mesmo mais um aumento de 2,7% da quantidade exportada, foi suficiente apenas para manter o saldo comercial praticamente igual.

Papel e Celulose	1995	1996	1997	1998
Exportação (US\$ MM)	2.705	1.934	1.990	1.979
Qtde exportada (MM ton)	3,2	3,4	3,7	3,8
Preço Médio Brasil (US\$/ton)	845,3	568,8	537,8	520,8

Figura 13. Comparativo da Exportações x Preço (Elaborado pela autora)

Portanto, a queda abrupta de preço (em 39%), “mascarou” o crescimento da produção exportada pelo setor de aproximadamente 18,75%, impedindo que a mesma contribuisse de forma ainda mais significativa para a Balança Comercial do país.

5.2.4 Exportações Brasileiras de Papel e Celulose



Figura 14. Participação nas exportações de celulose - 1997 (Fonte: Abracelpa)

Os EUA, apesar de serem o maior produtor tanto de papel quanto de celulose do mundo, são também o maior consumidor e importador de “celulose de mercado”, devido a sua larga economia de escala. Desta maneira, toda a celulose exportada pelo Brasil para a América do Norte se destina exclusivamente aos EUA.

Na Europa os países mais “importantes” como consumidores da celulose brasileira são: Bélgica, Itália e Reino Unido, que juntos consomem 31% do total exportado.

Exportação de Papel - 1997

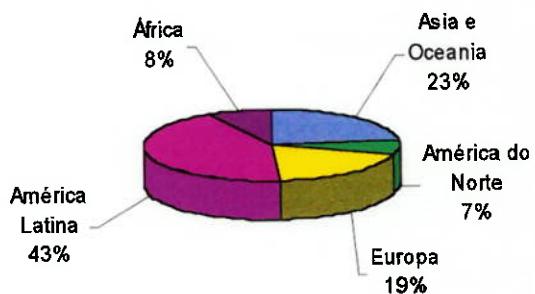


Figura 15. Participação nas exportações de papel - 1997 (Fonte: Abracelpa)

Para as exportações de papel a América Latina se apresenta como o maior importador, sendo os principais países: Argentina e Paraguai.

Um reaquecimento das economias asiáticas, principalmente japonesa e chinesa (esta última que já vem ocorrendo), causaria um impacto muito positivo para nossas exportações, devido à grande participação da Ásia e da Oceania como importadores tanto de papel como de celulose brasileiros.

5.3 PROJEÇÕES E TENDÊNCIAS DO SETOR

5.3.1 Análise do Mercado Acionário

Uma maneira de se estudar um setor, e saber como “anda” o seu desempenho, é fazer uma análise dos preços das ações das empresas do setor no mercado acionário.

Quando o preço destas ações sobe, significa que o setor está numa boa fase, e os investidores têm boas perspectivas em relação ao mesmo. Estas boas perspectivas fazem aumentar a procura por estas ações, elevando seu preço. No entanto, quando o preço cai, é um indicativo que o setor não está em uma boa fase; e a oferta de venda maior que a procura faz com que o preço das ações caia ainda mais.

Uma tabela utilizada no mercado de ações mostra como estava a expectativa do mercado em relação a suas ações no primeiro semestre deste ano (1999).

Corretora	Data	Klabin	Suzano	VCP	Ripasa	Aracruz	Bahia Sul
Fator	10/06/99	buy	sell	-	hold	hold	hold
Merrill Lynch	19/05/99	buy	hold	buy	hold	near-term buy	hold
União de Bancos Brasilie	26/06/99	hold	-	buy	-	hold	sell
Salomon Smith Barney	12/04/99	-	sell	buy	hold	buy	hold
Bear, Sterns	05/05/99	-	-	buy	-	buy	-
Planibanc	31/03/99	-	-	hold	sell	hold	sell
SG Cowen	11/05/99	-	-	buy	-	strong buy	-
Morgan Stanley	05/01/99	-	neutral	-	-	buy	hold
BBV Securities	21/07/99	-	-	-	-	-	hold
Paribas	17/06/99	-	-	buy	-	-	-

Figura 16. Recomendações de Mercado (Fonte: Bloomberg e Economatica)

Todas as empresas acima tiveram valor de mercado aumentado em 99 (vide tabela a seguir). O maior destaque ficou por conta da Aracruz, que teve seu valor de mercado praticamente triplicado (aumento de mais de 300%), em consequência da política cambial que favoreceu as empresas exportadoras (a Aracruz, por exemplo, exporta 91% de sua produção de celulose).

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

Indicadores	Klabin	Suzano	VCP	Ripasa	Aracruz	Bahia Sul
Valor de Mercado (R\$ MM)						
Dez/98	179	124	498	26	970	157
11/Jun/99	521	320	1771	74	3881	582
Preço / Lucro						
Dez/98	(5,20)	(3,30)	(65,30)	(0,50)	(13,00)	(1,30)
11/Jun/99	(3,10)	(6,90)	(57,70)	(2,20)	(17,40)	(3,20)
Preço / PPA						
Dez/98	0,2	0,1	0,3	0,1	0,5	0,1
11/Jun/99	0,5	0,2	1,0	0,1	1,9	0,5
Última cotação (R\$/ação)						
	0,67	1,42	0,05	0,33	3,62	0,18
Valor Mercado Dez/98 / Vendas Liq 98	16%	9%	68%	9%	81%	47%
Vol. Médio Negociado / Qtde de ações	0%	0%	0%	0,1%	0,1%	0%

Figura 17. Indicadores do Mercado de Capitais (Fonte: Banco BBA)

Uma outra empresa que muito se destacou foi a VCP, que exporta 24% de sua produção de celulose.

Com exceção da Bahia Sul, Suzano e Ripasa as expectativas do mercado para as outras empresas é bastante otimista a partir de 1999. Assim, através da comparação destas 3 empresas com seu setor, pode-se concluir que elas estão na contramão do crescimento do mesmo. Ou seja, o descrédito dado a investimentos nas mesmas se deve exclusivamente a suas estruturas particulares uma vez que o setor todo é analisado com otimismo.

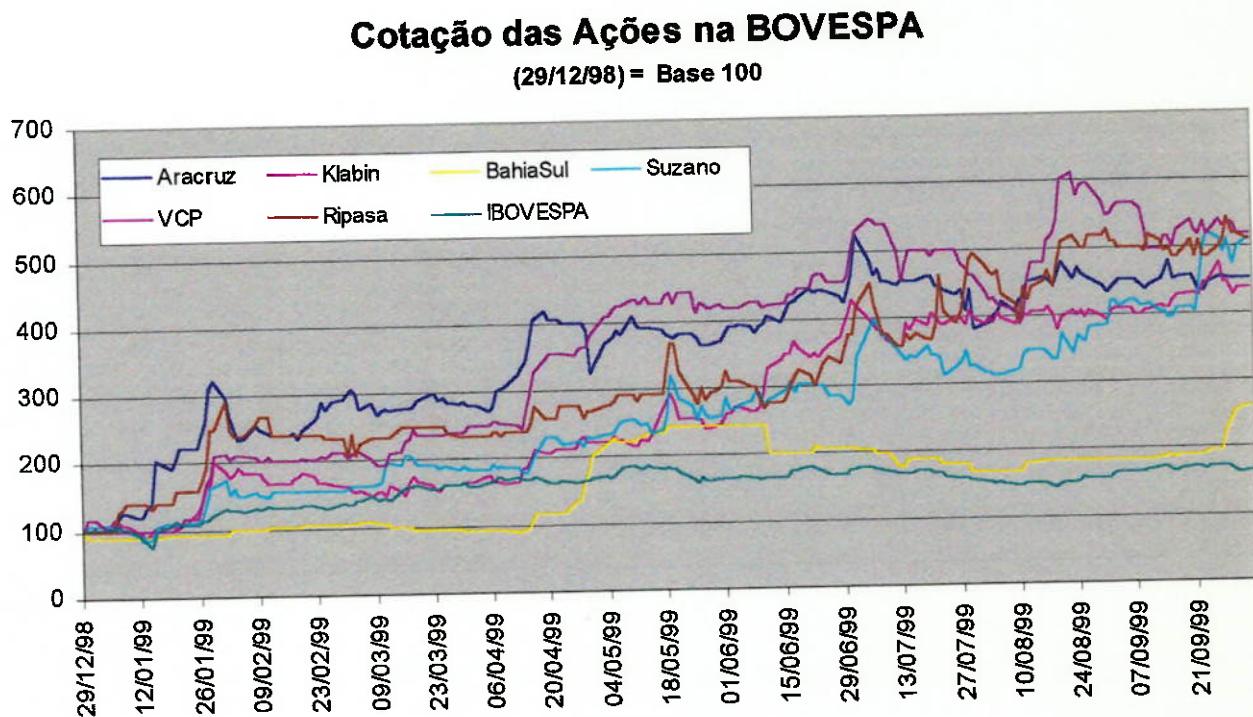


Figura 18. Cotação das Ações na BOVESPA (Fonte: Economática) (Elaborado pela autora).

É importante comentar que em 98 a maior parte das ações das empresas de papel e de celulose apresentaram evolução de suas cotações abaixo do IBOVESPA, com exceção da empresa Aracruz que mostrou um evolução positiva em relação ao índice.

A partir de 99, no entanto, este quadro mudou bastante. Os benefícios gerados pela desvalorização fizeram com que quase todas as empresas do ramo fechassem com suas cotações acima do IBOVESPA. Apenas a Bahia Sul, que apresenta uma estrutura de capitais muito ruim (que irá ser abordada ao longo deste trabalho) não obteve uma boa performance.

O mercado acionário viu o setor de papel e celulose como ganhador devido à desvalorização cambial, e por isso, suas cotações tiveram um desempenho superior ao IBOVESPA.

5.3.2 Efeitos da Desvalorização Cambial

Para entender os efeitos da maxi-desvalorização cambial sobre os setor, no início deste ano, é preciso primeiro entender como está moldada a estrutura de custos e preços das empresas.

As empresas que são principalmente produtoras de celulose destinadas ao mercado (tanto externo como interno) só ganharam. Como o preço da celulose é indexado ao dólar, estas empresas ganharam tanto no mercado interno quanto no mercado externo na hora de exportar, já que recebiam mais Reais para um preço indexado à moeda valorizada.

As empresas produtoras de papel e de celulose puderam se beneficiar um pouco com a desvalorização. As que exportam celulose ganharam com o câmbio. As que tem como produto final o papel e são auto-suficientes na produção de celulose, não tiveram aumento de custos devido ao aumento de preço da celulose, e, portanto, têm uma estrutura que consegue “esperar” pelos ganhos futuros que terão com o repasse de preços ao mercado interno (que é mais lento). Com a estabilização da moeda no 2º trimestre, entretanto, o ajuste de preço ao mercado interno se tornará mais fácil.

Por outro lado, as empresas produtoras de papel e que não são auto-suficientes em celulose tiveram um aumento em Reais do seu custo de produção, ocasionando um grave problema para a sua estrutura de financiamento. Além de o preço de sua matéria-prima básica, celulose, ser indexado ao dólar, o repasse deste aumento ao mercado interno é lento, gerando um “descasamento” no fluxo de caixa deste tipo de empresa. Apenas alguns tipos de papel, como o papel imprensa, tem seu preço indexado ao dólar,

sendo difícil para o produtor o repasse imediato do seu aumento de custo aos seus preços.

A Bahia Sul, empresa analisada, está dentro do grupo das empresas que exportam celulose de mercado e possuem uma grande parte de sua receita atrelada à exportação, o que lhe rendeu ganhos de margem. Ela também é produtora de papel, sendo auto-suficiente na produção de celulose, o que lhe renderá ganhos futuros no momento de repasse dos aumentos de preço devido à desvalorização.

Entretanto, como será analisado mais adiante, a Bahia Sul também possui uma grande dívida indexada à moeda valorizada, que diminui, em parte, seus ganhos obtidos com a desvalorização cambial.

5.3.3 Evolução dos Preços Internacionais

Previsão do Preço Celulose X Papel

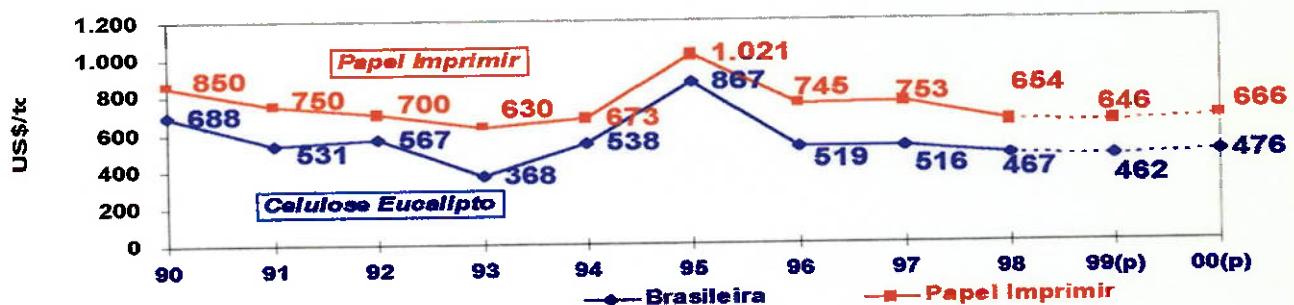


Figura 19. Previsão dos Preços de Celulose e Papel Imprimir/Escrivver (Fonte: RISI⁵)

⁵ Resource Information Systems, Inc.

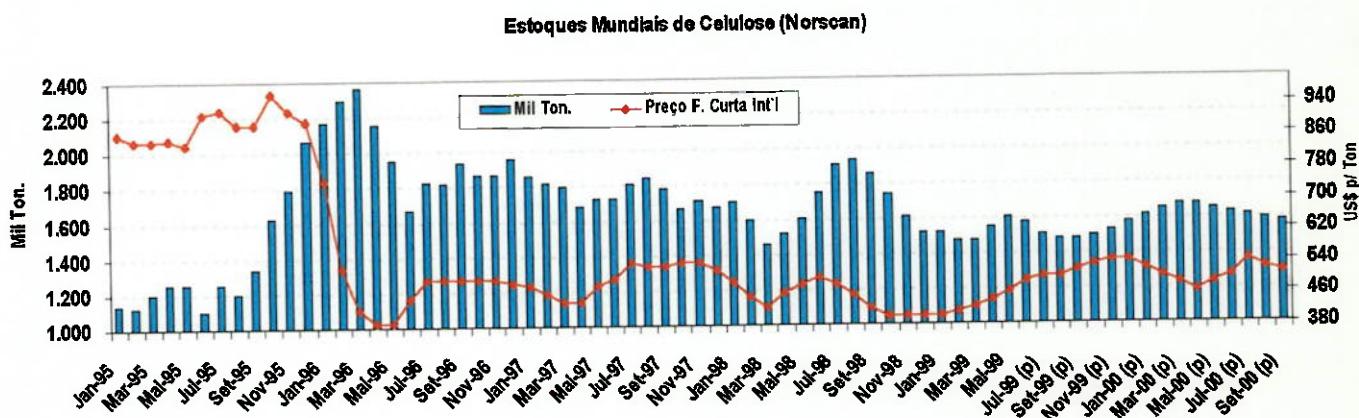


Figura 20. Estoques Mundiais de Celulose (NORSCAN)⁶ e Desempenho de Preço de Celulose de Fibra Curta (Fonte: RISI)

- Início do anos 90: foi marcado por um período de baixa nos preços causado pela entrada de novas fábricas
- 1994: a demanda cresceu 6,8% superando as expectativas de 2,5% e gerando escassez do produto
- 1994 / 1995: o aumento da demanda dos países asiáticos somada à recuperação econômica dos países do ocidente, causou um processo de aumento de preços da celulose, que se manteve até o final de 1995
- 1996: ano marcado por uma forte retração da demanda gerando estoques elevados que foram responsáveis pela queda dos preços. O nível de preços do ano anterior havia estimulado a produção e um aumento desenfreado da oferta.
- 1997: o mercado de celulose continuou super-ofertado, mantendo os preços a níveis baixos. As empresas, então, se viram obrigadas a fazer ajustes na sua produção, reduzindo os estoques e iniciando uma recuperação de preço.
- 1998: apesar das medidas tomadas no ano anterior, a crise da Coréia (Nov/97) e da Rússia (Ago/98) foram responsáveis pela nova elevação dos estoques, causando a 2º

⁶ NORSCAN: sigla para os produtores de celulose de fibra longa da América do Norte e Escandinávia (North and Scandinavian).

pior média de preços da década.

- 1999: neste ano os preços da celulose estão evoluindo no mercado externo após terem atingido US\$405/ ton. em fevereiro. Conforme estimativas da RISI os preços devem continuar crescendo em 1999, mas com uma pequena redução até o final do ano; gerando uma média prevista para 1999 um pouco inferior à do ano anterior.

A reversão da tendência de queda dos preços em março de 99, pode ser explicada: pela adequação dos estoques mundiais, pelo fechamento de unidades antigas nos USA (problemas ambientais) e pelo início da retomada do crescimento do mercado asiático.

Desta maneira, somado ao efeito do cambio para as empresas exportadoras brasileiras tem-se o aumento dos preços internacionais, que faz com que a perspectiva sobre os resultados de 99 seja melhor que os resultados de 98.

É interessante destacar a tendência de os preços de papel e celulose andarem juntos, oscilando de uma mesma maneira conforme o mercado. Entretanto, apesar de a celulose ser o principal componente do custo do papel, percebe-se que o percentual de aumento/queda dos preços do papel é menor que o mesmo percentual para o preço da celulose.

5.3.4 Perspectivas para o Setor

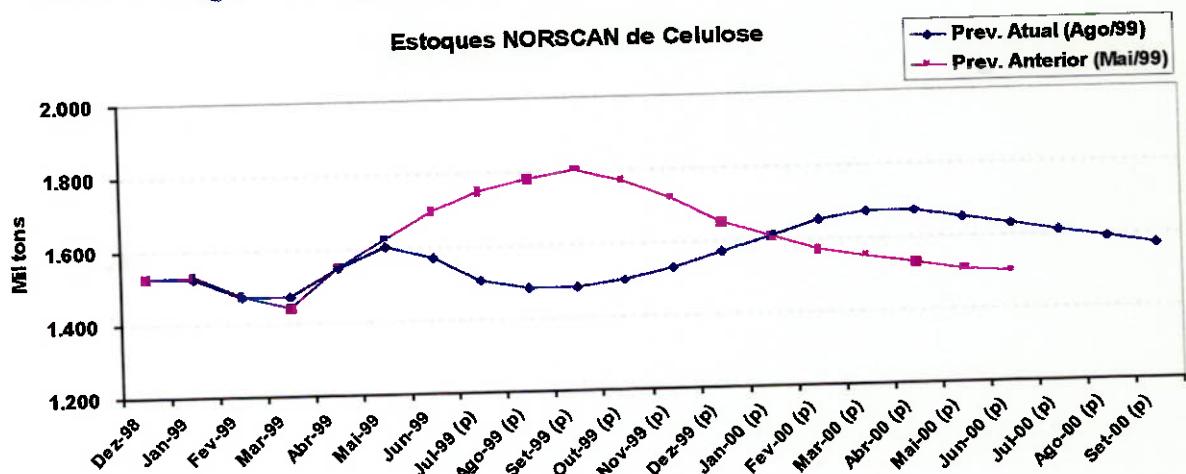


Figura 21. Estoques NORSCAN de Celulose (Fonte: RISI)

A revisão da previsão dos estoques de celulose para baixo, elaborada pela RISI em agosto deste ano (1999), indica um aumento do consumo da mesma. Em outras palavras, a redução dos estoques atuais demonstra um reaquecimento do mercado de celulose, que como comentado anteriormente, impactarão positivamente no setor, “puxando” os preços para cima (consequência direta de uma diminuição da oferta atrelada a um aumento da procura).

Tal reaquecimento teve como razões um aumento do consumo no Oriente devido ao crescimento da economia daqueles países, e à não retração do mercado europeu costumeira nesta época do ano (verão). Uma das razões cogitadas para a manutenção do consumo europeu além do esperado, é que a Europa estaria importando celulose com o objetivo de reexportá-la para o Oriente, ganhando, assim, um novo mercado consumidor.

Enfim, as perspectivas para o setor são positivas, principalmente se levarmos em consideração uma possível retomada do crescimento da economia mundial, já iniciada nos países do oriente.

Particularmente para o Brasil as expectativas são duplamente positivas, além dos benefícios trazidos pela desvalorização cambial, o setor está entrando no ciclo de alta dos preços, depois de cinco anos de retração. *“As empresas no país estão voltando a planejar grandes investimentos porque o Brasil é um dos países com melhor potencial, em todo o mundo, para fabricação de papel e celulose.”* (GRINBAUM, 1999, C2/ p-1).

Principais Projetos de Investimento em Produção de Papel e Celulose no Brasil			
Empresa	Projeto	Investimento (US\$)	Estágio
Aracruz	Aumento da capacidade de produção em 700 mil toneladas por ano	700 milhões	Avançado - deve ser definido até o primeiro trimestre do ano 2000
VCP	Aumento da capacidade de produção em 400 mil toneladas por ano	500 milhões	Avançado - deve ser definido até o primeiro trimestre do ano 2001
Cenibra	Aumento da capacidade de produção em 200 mil toneladas por ano	170 milhões	Avançado - deve ser definido até o primeiro trimestre do ano 2002
Veracel	Construção de fábrica para produção de 750 mil toneladas por ano	1,5 bilhão	Depende da entrada de novo sócio
Riocell	Aumento da capacidade instalada em 70 mil toneladas e mudança na linha de produção	100 milhões	Depende de financiamento
Bahia Sul	Aumento da capacidade de produção entre 500 e 750 mil toneladas por ano	800 milhões	Fase inicial de estudos
Celmar	Construção de fábrica para produção de 750 mil toneladas por ano	1,5 bilhão	Indefinido

Figura 22. Principais Projetos de Investimento em Produção de Papel e Celulose no Brasil (Fonte: Jornal Folha de São Paulo).

5.4 VISÃO GERAL DO SETOR DE PAPEL E DE CELULOSE

O Brasil possui uma série de vantagens competitivas no setor de papel e celulose internacional. Além de ser um tradicional exportador, possuindo custos de produção competitivos, também se beneficia do uso do eucalipto, cujo custo da celulose de fibra curta é menor que o de outras celuloses do mesmo tipo. *“No Brasil, uma árvore usada na produção de celulose leva 12 anos para crescer. Em regiões mais frias, como a Europa e os Estados Unidos, o prazo chega a 25 anos.”* (GRINBAUM, 1999, C2/ p-1).

Entretanto, o mercado interno deste setor não tem capacidade de absorver os excedentes por hora exportados, fazendo com que as empresas brasileiras dependam do mercado externo. Tal dependência, por sua vez, deve ser vista como um posicionamento estratégico positivo, que permite obter vantagens com os efeitos gerados pela desvalorização cambial.

A celulose é tratada no mercado como uma *commoditie*, tendo seu preço determinado pelo próprio mercado. Seu mercado é totalmente cíclico, com ondas de altas e baixas

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

dos preços, com periodicidade de 4 a 6 anos⁷, sendo suscetível também a algumas outras variações, porém em menor escala. Ao longo do ano a variação sazonal está ligada ao período de férias do hemisfério norte, ou seja, durante o verão, quando ocorre uma redução das atividades econômicas, que por consequência traz a redução da demanda por papel e celulose.

Assim, quando o mercado está com os preços elevados ocorre um estímulo à produção, que consequentemente irá impactar negativamente nos preços, trazendo-os para baixo devido ao excesso de oferta. Este redução, por sua vez, provoca ou uma redução da produção (como uma tentativa de "puxar" o preço para cima novamente) ou a saída de *players* menos competitivos (que não agüentam a pressão de uma queda de preços por muito tempo).

O mercado brasileiro apresenta ainda potencial de crescimento no que se refere ao consumo de certos tipos de papel. O seguimento de *Tissue*, por exemplo, ainda apresenta um consumo baixo comparativamente aos mercados de outros países; além disso, está havendo a troca na preferência do consumidor por produtos de melhor qualidade, uma vez que a estabilização dos preços não deixa que a diferença entre eles seja muito grande. O setor de embalagens também deve apresentar um crescimento, devido à redução da importação de produtos já embalados (consequência da desvalorização cambial). Desta maneira, com a retomada do crescimento da economia brasileira, o mercado de papel deve responder positivamente.

⁷ IAN – Relatório de Informações Anuais, 1998.

5.5 FORÇAS DE PORTER

5.5.1 Concorrência Nacional

O mercado nacional de produção de papel é bastante fragmentado onde empresas pequenas detém mais de 50% do mesmo.

1998	Produção (Mil ton)	Market Share
Grupo Klabin	959	14,27%
Cia Suzano / Bahia Sul	711	10,58%
Bahia Sul	203	2,93%
Champion	531	7,90%
Votorantim	496	7,38%
Grupo Ripasa	373	5,55%
Igaras	356	5,30%
Rigesa	273	4,06%
Pisa	178	2,65%
Outros	2.843	42,31%
Total	6.923	100,00%

Distribuição da Produção Nacional de Papel

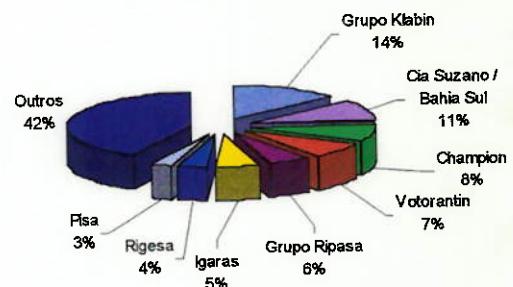


Figura 23. Distribuição da Produção Nacional de Papel⁸ (Fonte: Abracelpa)

A produção brasileira de papéis concentra-se nos segmentos de embalagens (45%) e papéis tipo imprimir / escrever (34%).

A Gazeta Mercantil publicou recentemente a distribuição dos principais tipos de papel produzidos pelas maiores empresas do setor, classificando-os em atividades principais e secundárias.

⁸ Os dados da Bahia Sul estão computados no total da Cia Suzano / Bahia Sul.

EMPRESAS	Imprensa	Impr. e Escr.	Embalagens	Sanitário	Cartões	Especiais	Ton Total
<i>Klabin</i>							923
<i>Riocell</i>		100%					36
<i>Suzano</i>		100%					508
<i>Bahia Sul</i>		100%					203
<i>Champion</i>		100%					531
<i>VCP</i>							496
<i>Ripasa</i>							373
<i>Igaras</i>							356
<i>Rigesa</i>			100%				271
<i>Pisa</i>							178
<i>Santher</i>							140
Total em ton	258,17	1753,17	1172,42	243,45	491,20	96,59	

Legenda
 Atividade Principal
 Atividade Secundária

Figura 24. Divisão das empresas por produção nos segmentos de papel (Fonte: Gazeta Mercantil)

Como pode-se perceber, a Klabin é a empresa mais completa do setor, atuando em todos os segmentos. Enquanto existem outras empresas que são mais especializadas como a Riocell, a Bahia Sul, a Champion e a Rigesa, que concentram toda a sua produção de papel em apenas um tipo.

Assim, no decorrer do trabalho, para uma análise coerente da concorrência da Bahia Sul no mercado de papel iremos nos ater apenas à análise das empresas que atuam no mesmo segmento que ela, ou seja, fabricação de papel tipo Imprimir / Escrever.

Produção de Papel Imprimir / Escrever (em tons)

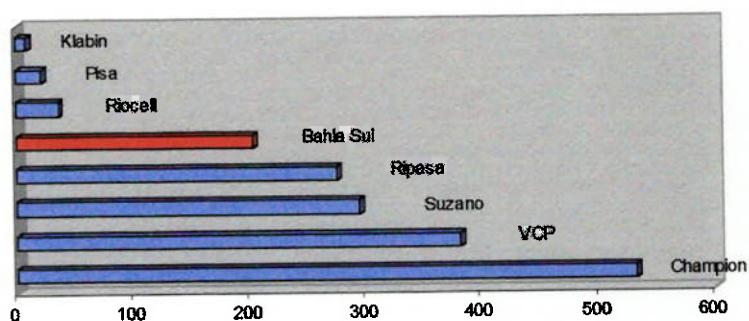


Figura 25. Produção de Papel Imprimir / Escrever em tons, em 1998. (Elaborado pela autora)

No ano de 1998, a Bahia Sul comercializou 207,4 mil toneladas de papel tipo imprimir e escrever, sendo, que deste total exportou 56,1% , o que representou um *market share* de 17,1% das exportações brasileiras do produto neste período. Os 43,9% restantes de sua produção foram vendidos no mercado interno, o que lhe rendeu uma participação de 15,9%.

O papel comprado da Bahia Sul é geralmente transformado em formulários contínuos, cadernos, livros, resmas, papéis para fotocópias, envelopes, revistas e outros impressos.

PARTICIPAÇÃO DA BAHIA SUL NO MERCADO DE PAPEL DE IMPRIMIR E ESCREVER

	EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS		MERCADO INTERNO	
	1998	1997	1998	1997
BAHIA SUL	17,1%	15,9%	9,7%	9,2%
DEMAIS EMPRESAS DO SETOR	82,9%	84,1%	90,3%	90,8%

Figura 26. Participação da Bahia Sul no Mercado de Papel de Imprimir e Escrever (Fonte: Site da Empresa na Internet)

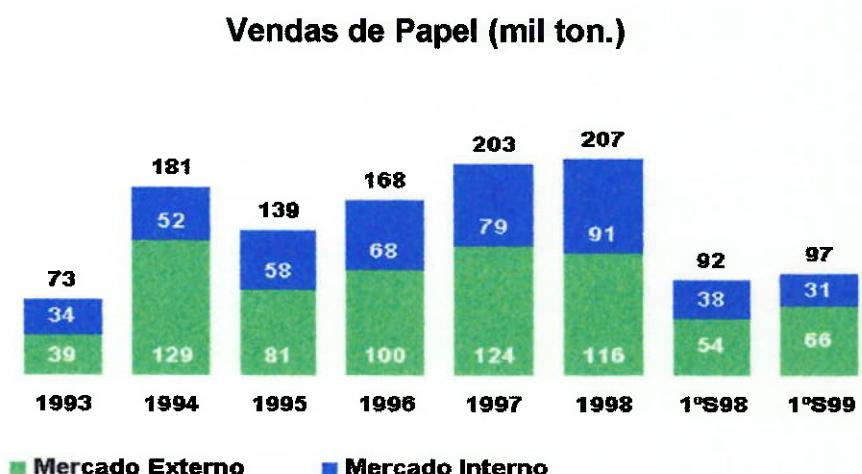


Figura 27. Vendas de Papel da Bahia Sul (Fonte: Site da Empresa na Internet)

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

O setor de papel imprimir / escrever é atualmente caracterizado pela livre concorrência, sendo que existe um número considerável de empresas produtoras que detém uma capacidade instalada de produção de aproximadamente 50% acima da demanda do mercado doméstico, enfatizando a importância das exportações para o setor.⁹

O mercado de celulose, por sua vez, é mais concentrado, sendo que 46,4% do mercado é dominado pelos grupos Aracruz, Grupo Klabin¹⁰ e Cia Suzano/Bahia Sul.

1998	Produção (Mil ton)	Market Share
Aracruz	1.165	17,34%
Grupo Klabin	1.043	15,52%
Cia Suzano / Bahia Sul	912	13,57%
Bahia Sul	315	4,48%
Cenibra	741	11,03%
Votorantin	669	9,96%
Champion	372	5,54%
Grupo Ripasa	291	4,33%
Igaras	281	4,18%
Rigesa	186	2,77%
Outros	1.060	15,77%
Total	7.035	100,00%



Figura 28. Distribuição da Produção Nacional de Celulose¹¹ (Fonte: Abracelpa)

No que se refere a análise do mercado de celulose, temos que, em primeiro lugar, ter uma idéia clara da diferença entre produção de celulose e produção de “celulose de mercado”.

Geralmente as fábricas de papel e celulose estão integradas, e a produção de celulose é feita para consumo próprio da indústria. A “Celulose de Mercado”, no entanto, é aquela

⁹ IAN – Relatório de Informações Anuais, 1998.

¹⁰ Grupo Klabin inclui: KFPC, Riocell, Klabin Kimberly, Bacell

Grupo Suzano inclui: Cia Suzano e Bahia Sul

Grupo Votorantin inclui: VCP

Grupo Ripasa inclui: Ripasa, Limeira, Cia Santista de Papel

¹¹ Os dados da Bahia Sul estão computados no total da Cia Suzano / Bahia Sul.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

produzida para ser vendida, ou seja, tem sua produção destinada ao consumo externo à fábrica.

A Bahia Sul fabrica tanto celulose para consumo próprio, utilizada em sua produção de papel, como “celulose de mercado”. A sua especialidade, no entanto, é a produção de celulose de fibra curta, advinda da madeira do eucalipto. Este tipo de celulose é constituída por uma fibra com crescente demanda internacional devido as suas características, que permitem a fabricação de produtos com elevada absorção, maciez, opacidade e boa definição de impressão. Atualmente a participação da fibra de eucalipto no conjunto de fibras curtas branqueadas no mercado internacional, está em torno de 30%, e as expectativas são de que a demanda deverá continuar crescendo.

Principais Produtores de Celulose Branqueada no Brasil - 1998		
Empresas	Celulose (ton)	Vendas (ton)
Aracruz	1.165	1.153
Cenibra	741	732
Bahia Sul	321	306
Jari Celulose	290	278
VCP	252	249
Bacell	237	235

Figura 29. Principais Produtores de Celulose Branqueada no Brasil - 1998 (Fonte: Abracelpa)

A empresa exportou 248,4 mil toneladas de celulose que representaram 9,3% do total de exportações brasileiras deste produto no período. Ao mercado interno, a Bahia Sul vendeu 57,5 mil toneladas, que representaram 7,5% de participação.

PARTICIPAÇÃO DA BAHIA SUL NO MERCADO DE CELULOSE

	EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS		MERCADO INTERNO	
	1998	1997	1998	1997
BAHIA SUL	9,3%	11,4%	7,5%	10,4%
DEMAIS EMPRESAS DO SETOR	90,7%	88,6%	92,5%	89,6%

Figura 30. Participação da Bahia Sul no Mercado de Celulose (Fonte: Site da Empresa na Internet)



Figura 31. Vendas de Celulose (mil ton.) (Fonte: Site da Empresa na Internet)

O setor de celulose se caracteriza por apresentar um alto investimento de capital em equipamentos para produção e pela necessidade de utilização de tecnologia de ponta para ter-se uma planta competitiva a nível internacional. Assim, como consequência, no Brasil, existem apenas cinco plantas que produzem celulose branqueada de mercado (já contando com a Bahia Sul).

Distribuição Mundial das Vendas Totais da Empresa

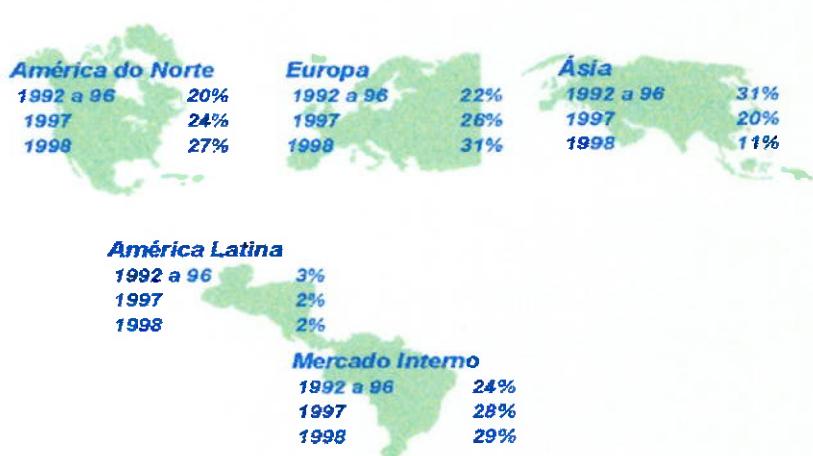


Figura 32. Distribuição Mundial das Vendas Totais da Empresa (Fonte: Site da Empresa na Internet)

Comparativamente as vantagens competitivas da Bahia Sul são:

- ⇒ Produtividade florestal
- ⇒ Auto-suficiência em madeira
- ⇒ Integração Vertical: Madeira / Celulose / Papel
- ⇒ Geração própria de energia
- ⇒ Proximidade dos plantios em relação à fábrica (média de 61 km)
- ⇒ Tecnologia moderna, com elevado nível de automação industrial
- ⇒ Elevados padrões de qualidade - ISO 9002
- ⇒ Elevados padrões ambientais - ISO 14001
- ⇒ Baixo custo de produção
- ⇒ Pesquisa e desenvolvimento
- ⇒ Isenção de Imposto de Renda por 10 anos

5.5.2 Fornecedores

Como mencionado anteriormente a Bahia Sul é produtora tanto de celulose quanto de papel, sendo que sua produção de celulose é mais que auto-suficiente, sobrando uma quantidade considerável de “celulose de mercado” que é exportada.

A principal matéria-prima da Bahia Sul é o eucalipto (madeira). Através do plantio próprio de eucaliptos, a Bahia Sul consegue atender 100% da sua necessidade de madeira para a produção de celulose.

“A região onde se localiza a fábrica da Bahia Sul possui solos e clima favoráveis para o plantio de florestas homogêneas de rápido crescimento, em ciclos muito menores que as florestas dos produtores tradicionais do hemisfério norte, resultando em uma de suas vantagens comparativas. Como vantagem adicional, a distância média dos plantios em relação à planta industrial é de 61 km. (“www.bahiasul.com.br).

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

Além disto, a utilização de modernas técnicas de produção de mudas, pesquisas na área de melhoramento genético e de solos, plantios em mosaico, adequada técnica silvicultural e boas condições de mecanização colaboram para uma eficiente produção de madeira com baixos custos operacionais.

Os plantios de eucaliptos da empresa estão localizados nos Estados da Bahia e do Espírito Santo.

As outras matérias-primas, secundárias para a empresa, são os compostos agentes químicos utilizados para a confecção do papel e tratamento da celulose, sendo todos adquiridos no mercado nacional:

- óleo combustível → Petrobrás Distribuidora AS
- soda cáustica → Salgema Indústria Química AS
- oxigênio → White Martins
- cloro líquido → Salgema Indústria Química AS
- caulim → Empresas Caulim AS
- amido → Refinações de Milho Brasil LTDA
- alvejante óptico → Ciba Geigy Indústrias Químicas LTDA

Percebe-se, portanto, que a Bahia Sul não é dependente de suas empresas fornecedoras, que oferecem produtos padronizados e facilmente encontrados no mercado, possuindo, assim, um baixo custo de mudança em relação às mesmas.

5.5.3 Poder dos Compradores

Grande parte da produção de “celulose de mercado” (celulose que não é transformada em papel) da Bahia Sul é destinada às exportações, que são embarcadas no Porto de Vitória.

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

A Bahia Sul tem duas subsidiárias que apoiam a comercialização dos seus produtos no exterior: a Bahia Sul America Inc., e a Bahia Sul International Trading Ltd. Além disto, a empresa mantém estoques localizados próximos ao mercado consumidor para facilitar e agilizar o atendimento a seus clientes. O mercado interno, por sua vez, é atendido por um Escritório Central em São Paulo. Ou seja, a empresa tem clientes nacionais e internacionais, e ambos exercem seu “poder” sobre ela.

Como a celulose é uma *commodities*, ela tem seu preço determinado pelo mercado, tanto externo como interno. Assim, como discutido anteriormente, as ondas de altas e baixas do mercado dependem da demanda e da oferta do produto, impactando diretamente sobre o preço.

Desta forma, o mercado como um todo tem o controle sobre o preço do papel e da celulose. E, como se trata de um produto essencial para a indústria a barganha por preços ainda mais baixos não surte efeito quando é isolada, feita por um único cliente.

Ademais, a Bahia Sul não tem a sua clientela concentrada, pelos fatores acima já discutidos, sendo seu produto de alta liquidez, cujo consumo tem quedas ou altas generalizadas também dependentes do desempenho da economia global (nacional e externa).

A possibilidade de integração para trás, pelas empresas compradoras de “celulose de mercado” (produtoras de papel), não pode ser totalmente descartada. Apesar dos altos investimentos necessários estas empresas representam uma ameaça, podendo até chegarem a ser tornar concorrentes da empresa fornecedora.

5.5.4 Produtos substitutos

Não se tem conhecimento de produtos que possam substituir a celulose utilizada na fabricação de papel.

O mesmo ocorre com o papel tipo Imprimir / Escrever, produzido pela Bahia Sul, que pode ser substituído apenas por um produto semelhante, porém de menor qualidade, já que seu tipo é definido conforme a sua função.

5.5.5 Entrantes Potenciais no Mercado

Ao se analisar a entrada de novos concorrentes no mercado deve-se avaliar as Barreiras de Entrada do Setor, que são um empecilho a mais que as empresas terão de superar antes de encontrar a concorrência do setor.

O setor de celulose é caracterizado por possuir barreiras de entrada muito altas. Em primeiro lugar, o setor de papel e celulose exige um alto capital inicial para implantação de uma empresa. As economias de escala do mesmo também são muito altas, ou seja, é preciso produzir um grande volume para fazer com que os custos valham à pena. Além disso, os custos de mudança são elevados uma vez que os equipamentos são caros e especializados para a produção de celulose e de papel.

Por outro lado, o setor é atraente devido à falta de especialização do produto, que é, relativamente, de fácil fabricação, e não possui tecnologias patenteadas, nem acessos favoráveis à matéria-prima (madeira - que pode ser comprada ou mesmo cultivada).

Ademais, é um setor que encontra apoio do governo, pois é um colaborador para a manutenção de uma Balança Comercial positiva para o país, devendo apenas respeitar as legislações ambientais.

A virada do cambio e nos preços, tornou o setor mais atraente. *“Desde 1991, a construtora Norberto Odebrecht investiu no plantio de árvores no sul da Bahia, com o objetivo de abrir uma nova fábrica de papel e celulose, a Veracel. A Odebrecht se associou à Enso / Stora (...) mas o projeto ficou parado, à espera de um novo sócio para colaborar no investimento de US\$ 1,5 bilhão. Com os preços em baixa e o real*

CAPÍTULO 5 – ANÁLISE SETORIAL

supervalorizado, as perspectivas não eram boas. (...) Agora, existem pelo menos cinco grandes grupos com excelentes chances de se associar à empresa" (GRINBAUM, 1999, C2/ p-1). Fazendo com que a Veracel se torne um concorrente potencial dentro do setor.

Capítulo 6

ANÁLISE DA EMPRESA

6.1 APRESENTAÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

Neste capítulo será dado início a análise financeira da Bahia Sul propriamente dita. Desta forma, em primeiro lugar serão apresentados os Demonstrativos Financeiros da empresa com o consequente estudo sobre a sua situação financeira e suas particularidades.

A empresa, este ano (1999), já disponibilizou à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme as regulamentações da instituição para as empresas que possuem ações no mercado, o seu segundo Balanço Trimestral deste ano (Junho-1999). Entretanto, para podermos fazer uma análise comparativa da empresa com o seu setor em relação a seus indicadores financeiros, iremos nos deter aos Balanços e Demonstrativos do primeiro trimestre de 1999 e dos anos anteriores (Dezembro-1995 a Dezembro-1998).

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Balanco Patrimonial - Bahia Sul Celulose S/A

CONTAS (R\$ MIL)	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
ATIVO					
ATIVO CIRCULANTE					
Disponibilidades	42.902	144.133	9.219	9.574	31.512
Clientes CP	43.200	58.632	61.301	83.268	84.055
(-) Provisões para Devedores Duvidosos	(693)	(599)	(495)	(1.965)	(1.965)
Estoques	90.753	59.791	52.023	56.726	69.980
(+) Produtos acabados	44.360	32.720	25.642	29.963	34.806
(+) Matéria-prima / Em processo	7.017	5.713	5.803	5.996	10.274
(+) Outros Estoques Operacionais	39.376	21.358	20.578	20.767	24.900
Adto. Fornecedores	-	2.853	3.506	4.471	-
Despesas Antecipadas	562	633	539	811	263
Outros	16.312	16.600	9.891	4.468	2.298
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	8.141	18.978	18.799	43.966	60.276
C/C Coligadas	1.775	-	-	-	-
Crédito Tributário - IR	3.051	17.298	17.592	43.035	59.377
Outros	3.315	1.680	1.207	931	899
ATIVO PERMANENTE	2.193.394	2.086.986	1.983.456	1.935.971	2.093.812
Imobilizado	1.709.015	2.056.890	1.958.748	1.916.649	1.902.367
(+) Terrenos (+) Reflorestamento	271.057	220.636	217.348	208.341	205.096
(+) Edifícios	470.994	471.487	462.729	463.724	361.558
(+) Equipamentos	1.172.683	1.628.728	1.583.755	1.598.010	1.299.058
(+) Outros	30.336	31.222	27.213	29.044	4.731
(-) Depreciação	(245.239)	(307.106)	(350.003)	(409.848)	-
(+) Imobilizado em Andamento	9.184	11.923	17.706	27.378	31.924
Diferido	484.379	30.096	24.708	19.322	191.445
ATIVO TOTAL	2.394.571	2.388.007	2.138.239	2.137.290	2.340.231
PASSIVO					
PASSIVO CIRCULANTE	503.907	436.385	511.162	432.993	520.283
Empréstimos Bancários CP	431.413	404.140	476.977	339.297	408.382
Debêntures CP	27.813	1.559	1.675	58.333	64.706
Fornecedores	14.726	9.362	11.828	12.613	13.848
Despesas Provisionadas	9.449	8.514	7.283	10.277	9.075
Outras NCG (Provisões para Propaganda)	8.737	6.935	6.117	6.589	7.868
Provisão Imposto de Renda	-	-	-	-	5.254
Outros Passivos CP (Outras Provisões)	-	-	3.220	4.897	6.457
Outros	11.769	5.875	4.062	987	4.693
EXIGIVEL A LONGO PRAZO	527.540	807.024	665.637	612.845	656.963
Empréstimos Bancários LP	387.723	586.517	390.898	517.779	592.819
Debêntures LP	63.521	93.400	98.010	2.720	3.875
Provisões IR Longo Prazo	-	-	-	-	8.624
Provisões para Contingência	-	-	8.300	8.300	8.300
C/C Coligadas	76.296	127.107	168.429	84.046	43.345
PATRIMONIO LÍQUIDO	1.363.124	1.144.598	961.440	1.091.452	1.162.985
Capital Social	974.956	1.193.910	1.197.958	1.428.284	1.543.047
Outras Reservas	388.168	(49.312)	(236.518)	(336.832)	(380.062)
PASSIVO TOTAL	2.394.571	2.388.007	2.138.239	2.137.290	2.340.231

6.2 AVALIAÇÃO DAS CONTAS DE BALANÇO

6.2.1 Contas de Ativo

6.2.1.1 Ativo Circulante

Analizando as contas do ativo circulante, fica clara a dependência da empresa em relação aos clientes de curto prazo e aos estoques.

	Ativo Circulante									
	Dez/95		Dez/96		Dez/97		Dez/98		Mar/99	
	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%
Ativo Circulante	193.036	100%	282.043	100%	135.984	100%	157.353	100%	186.143	100%
Clientes de CP	43.200	22%	58.632	21%	61.301	45%	83.268	53%	84.055	45%
Estoques	90.753	47%	59.791	21%	52.023	38%	56.726	36%	69.980	38%

Figura 33. Ativo Circulante - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora).

O aumento desta dependência em relação a seus clientes, observada acima, pode causar uma certa desconfiança da posição da empresa no curto prazo, aumentando seu grau de iliquidez imediata. Em outras palavras, uma participação de 46% da conta clientes no Ativo Circulante da empresa requer cuidados especiais com a confiança e crédito dados a seus clientes, pois, caso estes não cumpram com suas obrigações, a empresa fica numa situação delicada em relação a sua capacidade de “gerar” capital imediatamente.

Além disto, o nível de participação dos estoques pode ser uma faca de dois gumes. Caso a empresa precise se capitalizar rapidamente e não consiga se desfazer de seus estoques no mercado, será forçada a vendê-los abaixo do preço de custo, perdendo dinheiro. No entanto, como já discutido anteriormente, o mercado de papel e celulose é cíclico, e a empresa pode obter uma boa vantagem se souber colocar no mercado os seus estoques no momento certo, ou seja, no momento de uma alta dos preços.

6.2.1.2 Realizável a Longo Prazo

A conta de realizável a Longo Prazo apresenta os benefícios obtidos com a isenção do Imposto de Renda.

A Bahia Sul é um empreendimento instalado em área de atuação da SUDENE, e, portanto, usufrui de isenção de taxação do Imposto de Renda sobre a fabricação de celulose branqueada de eucalipto até 31 de dezembro de 2001 (conforme Portaria DAÍ/PTE nº330/93), e sobre a fabricação de papel até 31 de dezembro de 2002 (conforme Portaria DAÍ/PTE nº428/93).

Os valores que aparecem no Balanço, neste caso, se referem à Contribuição Social sobre a qual a empresa não obteve isenção.

6.2.1.3 Ativo Permanente

O Ativo Permanente da empresa apresenta o valor do capital Imobilizado da Bahia Sul, ou seja, um ativo que pertence ao Patrimônio da empresa, e, através do qual ela opera as suas atividades.

	Ativo Permanente									
	Dez/95		Dez/96		Dez/97		Dez/98		Mar/99	
	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%
Ativo Permanente	2.193.394	100%	2.086.986	100%	1.983.456	100%	1.935.971	100%	2.093.812	100%
Imobilizado	1.709.015	78%	2.056.890	99%	1.958.748	99%	1.916.649	99%	1.902.367	91%
Diferido	484.379	22%	30.096	1%	24.708	1%	19.322	1%	191.445	9%

Figura 34. Ativo Permanente Bahia Sul - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora).

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Observando a tabela acima percebe-se um valor da conta diferido em Dezembro de 1995 extremamente alto, que representa o investimento feito na planta da empresa naquele mesmo ano.

O verdadeiro destaque do Ativo Permanente, entretanto, fica por conta do expressivo aumento do Diferido ocorrido no Balanço de Março de 1999, ano em que não houveram grandes investimentos na empresa. Resultado da desvalorização da moeda nacional ocorrida no início do ano, quando a Bahia Sul obteve um aumento na Margem não esperado. Com a intenção de não descharacterizar o seu Balanço Patrimonial deste ano, ela optou por imputar estes ganhos na conta diferido e ir apropriando-se dos mesmos gradativamente. Tal tratamento foi aceito pela legislação tributária, que no entanto, determinou que todos os ganhos obtidos com a desvalorização este ano deverão pagar impostos de qualquer maneira ao final deste exercício.

6.2.2 Contas de Passivo

6.2.2.1 Passivo Circulante

O passivo circulante é composto quase que totalmente pela conta Empréstimos Bancários. Esta estrutura evidencia a dependência da empresa em relação aos seus principais financiadores: os bancos.

	Passivo Circulante									
	Dez/95		Dez/96		Dez/97		Dez/98		Mar/99	
	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%	R\$ MIL	%
Passivo Circulante	503.907	100%	436.385	100%	511.162	100%	432.993	100%	520.283	100%
Empréstimos Bancários	431.413	86%	404.140	93%	476.977	93%	339.297	78%	408.382	78%
Fornecedores	14.726	3%	9.362	2%	11.828	2%	12.613	3%	13.845	3%

Figura 35. Passivo Circulante - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora)

Os fornecedores de matérias-primas, que em muitos casos, são também considerados fortes “financiadores” de empresas devido a seus prazos longos e flexíveis para pagamentos, não exercem grande influência para a estrutura de capital da Bahia Sul. Pelo contrário, possuem uma participação baixíssima, provavelmente devido à quase independência da Bahia Sul, atingida através da verticalização de sua produção (que abrange madeira-celulose-papel).

6.2.2.2 Exigível a Longo Prazo

Confirmando a tendência de financiamento apresentada pelo Passivo Circulante, os Empréstimos Bancários de Longo Prazo compõe praticamente todo o endividamento da empresa no longo prazo. Assim, os maiores credores da Bahia Sul são os bancos, que são também as únicas instituições capazes de dar dinheiro para a empresa continuar “girando”, com a estrutura de capital atual.

Desta maneira, numa primeira análise é possível constatar a dependência da Bahia Sul em relação aos bancos, responsável por um possível ciclo vicioso de tomada de empréstimos no médio prazo para quitar dívidas que vencem no curto prazo.

6.2.2.3 Patrimônio Líquido

O Patrimônio Líquido da empresa é constituído basicamente pelas contas: Capital Social, que representa o total do capital aplicado por acionistas, e pela conta Outras Reservas.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Patrimônio Líquido					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
	R\$ MIL	R\$ MIL	R\$ MIL	R\$ MIL	R\$ MIL
Patrimônio Líquido	1.363.124	1.144.598	961.440	1.091.452	1.162.985
Capital Social	974.956	1.193.910	1.197.958	1.428.284	1.543.047
Outras Reservas	388.168	(49.312)	(236.518)	(336.832)	(380.062)

Figura 36. Evolução do Patrimônio Líquido - Bahia Sul (Elaborado pela autora).

A queda abrupta dos preços internacionais de papel e celulose ocorrida em 1996, gerou grandes prejuízos a todas empresas do setor, afetando também a Bahia Sul. Estes prejuízos, entretanto, foram contabilizados como uma conta negativa em Outras Reservas, diminuindo, desta forma, o Patrimônio Líquido da empresa. Assim, não foi gerada uma saída de caixa efetiva, decorrente do prejuízo, mas sim um prejuízo contábil através da diminuição do valor do seu Patrimônio Líquido. O mesmo tratamento foi dado aos prejuízos ocorridos nos anos subsequentes, como mostrado na tabela acima.

A evolução do capital social, por sua vez, se deu devido a grandes capitalizações ocorridas em 1996, 1998 e 1999 (vide tabela abaixo). Entretanto, como pode-se perceber nos últimos três anos, nem mesmo estas capitalizações foram suficientes para “esconder” os prejuízos da empresa.

Evolução do Capital Social (mil R\$)					
	1995	1996	1997	1998	1999
Capitalização	-	218.954	4.048	230.326	115.000
Capital Social (total)	974.956	1.193.910	1.197.958	1.428.284	1.543.047

Figura 37. Evolução do Capital Social - Bahia Sul (Fonte: IAN e ITR da empresa) (Elaborado pela autora)

No ano de 1998, foi realizada uma capitalização equivalente a US\$ 204 milhões daquela época. Havendo, além disso, a reprogramação de uma parcela da dívida com o BNDES, no valor equivalente àquela ocasião a US\$ 267 milhões, alongando o prazo de amortização da mesma até 2006.

A moratória russa gerou uma crise financeira mundial, que resultou na redução das linhas de financiamento externos aos países emergentes. Além disto, o próprio agravamento da crise financeira no Brasil, dificultou a disponibilidade de linhas de financiamento para exportação mais ainda que no ano anterior (98), tornando extremamente custoso este tipo de captação para a Bahia Sul.

Desta maneira, para superar a conjuntura econômica do país, foi aprovada em AGE de 18.02.99, uma nova capitalização da Companhia no valor de R\$ 115 milhões.

6.3 AVALIAÇÃO DO DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS

A análise do Demonstrativo de Resultados da Bahia Sul foi feita juntamente com o Sr. Bernardo Szpigel, diretor de relações com o mercado da empresa, transformando-a não apenas em uma análise numérica, mas também numa análise conjuntural da Bahia Sul.

6.3.1 Produção

Em 1998 foram produzidas 517,9 mil toneladas de produtos destinados à comercialização (“celulose de mercado” e papel). Este volume, no entanto, apesar de ter sido 2% inferior ao produzido em 1997, reflete um aumento da capacidade efetiva de produção, dado que em 1998 a planta operou com 30

dias a menos de produção do que o normal, devido à razões de mercado e à paradas para manutenção mais prolongadas. Só a produção de papel foi de 202,6 mil toneladas. A produtividade da planta, conforme o Sr. Bernardo Szpigel, aumentou 10% em comparação ao ano anterior e atingiu 415 toneladas de produtos por funcionário/ano.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Para este ano, espera-se um nível de produção ainda mais alto como resultado dos investimentos feitos para modernização e automação dos sistemas de produção da planta.

No primeiro semestre houve recorde de produção, com um total de 302 mil toneladas de produtos para comercialização. A produção de celulose e papel no acumulado deste semestre foi 19% superior à de igual período do ano anterior (tendo sido de 194,3 mil toneladas de celulose e 107,7 mil toneladas de papel) .

1º Semestre						
	Produção (mil ton)			Comercialização (mil ton)		
	Celulose	Papel	Total	Celulose	Papel	Total
1998	155,1	99,6	254,7	139,3	91,9	231,2
1999	194,3	107,7	302	195,4	97,5	292,9

Figura 38. Produção da Bahia Sul para os primeiros semestres de 98 e 99. (Fonte: IAN) Elaborado pela autora.

6.3.2 Vendas

Como comentado anteriormente, a crise asiática em 1997 afetou o equilíbrio entre demanda e oferta nos mercados de celulose e papel, e foi responsável pela manutenção de um excesso de oferta, fazendo com que, pelo terceiro ano consecutivo os preços ficassem abaixo da média; o que prejudica as vendas do setor.

As vendas de papel em 1998 tiveram um crescimento de 2% em relação ao ano anterior, resultando em 207,4 mil toneladas. Já para “celulose de mercado” foram vendidas 305,9 mil toneladas, que representaram uma diminuição de 10% em comparação a 1997. Tal declínio na venda de celulose foi justificado pela maior retração do mercado e pela menor disponibilidade de estoques.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Já para o 1º semestre deste ano, 1999, o volume vendido de papel e celulose foi 27% superior ao do mesmo semestre do ano anterior, que representa 292,9 mil t, contra 231,2 mil t no 1º semestre de 1998. Deste total, 195,4 mil t foram de celulose (sendo 83% exportado) e 97,5 mil t de papel (sendo 68% exportado).

A Receita Líquida de Vendas da empresa, isto é, Vendas Líquidas de 1998 foi de R\$ 333,9 milhões, que representou uma taxa 4% inferior ao ano de 1997. A redução se deveu à diminuição do volume de vendas total, já citada, em 6%, apesar do aumento de 2% do preço médio unitário comercializado (devido ao aumento da participação das vendas de papel).

A Receita Líquida de Vendas, no primeiro semestre de 1999, foi maior em 61% em comparação com o mesmo período do ano anterior, decorrência da combinação do aumento de 27% no volume vendido com o aumento de 27% no preço médio unitário; consequente da desvalorização do real e da maior participação na receita das exportações, que pode ser vista na tabela abaixo.

Produto	Mercado	Participação na Receita Líquida(%)
Celulose	Mercado Interno	8,5%
	Mercado Externo	38,5%
Papel	Mercado Interno	25,0%
	Mercado Externo	27,1%

Figura 39. Participação dos produtos da empresa em sua Receita Líquida (Fonte: IAN) Elaborado pela autora.

6.3.3 Margem

Em 1998, as exportações tiveram 81% e 56% de participação dos volumes de celulose e papel comercializados. O aumento do *market share* das vendas de papel no mercado interno, de 39% em 1997 para 44 %, em 1998, representaram uma melhoria na margem de contribuição da Bahia Sul.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

Durante o primeiro semestre de 99, os preços de celulose no mercado internacional apresentaram melhora, alcançando o preço de US\$ 530/ton em junho. Aliado a este fator, ocorreu uma queda nos estoques internacionais de celulose (vide gráfico: Estoques NORSCAN de celulose, do capítulo anterior), e, portanto, é razoável esperar que haja uma nova elevação de preços ao longo do segundo semestre deste ano.

Por outro lado, os preços de papel no mercado internacional ainda não puderam usufruir desta recuperação ocorrida com os preços da celulose, em consequência de sua maior disponibilidade de oferta em relação à demanda.

Assim, o custo médio unitário dos produtos vendidos (média dos custos da celulose e do papel ponderados pela quantidade) apresentada no 1º semestre de 1999 teve um aumento nominal de 8%, de acordo com o informado pelo Sr. Bernardo Szpigel, em comparação com o mesmo período do ano anterior. Tal aumento, se deve principalmente à maior participação relativa das vendas no exterior, que possuem custos adicionais de logística e transporte.

Desta forma, a melhoria da Margem Bruta de Contribuição, já perceptível no balanço apresentado para o primeiro trimestre, pulou de 28,3% no primeiro semestre de 1998 para 38,9% em igual período de 1999¹². Os aumentos de 27% no volume vendido e de 27% no preço médio unitário, já citados, comparados a um aumento de apenas 8% no custo médio unitário dos produtos vendidos possibilitaram este aumento da Margem. Desta maneira, as perspectivas para o ano de 1999 são positivas.

¹² O Balanço do 1º semestre de 1999, é apresentado como anexo, mas certas informações estão sendo utilizadas para mostrar a realidade mais atual da empresa, apesar de toda análise estar moldada no Balanço do primeiro trimestre de 1999, por razões já explicitadas anteriormente.

Margem Bruta de Contribuição (mil R\$)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Receita Bruta de Vendas	392.561	327.529	366.959	351.205	111.566
Impostos sobre Vendas	22.230	20.518	20.335	17.268	4.405
Receita Operacional Líquida	370.331	307.011	346.624	333.937	107.161
Custo dos Produtos Vendidos	246.320	254.507	249.875	255.713	68.307
Resultado Bruto	124.011	52.504	96.749	78.224	38.854
Margem Bruta de Contribuição	33%	17%	28%	23%	36%

Figura 40. Margem Bruta de Contribuição - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora)¹³

6.3.4 Resultado Operacional

O Resultado Operacional gerado em 1998 apresentou crescimento em relação a 1997, apesar de os preços dos produtos estarem mais baixos e não terem sido compensados pelo aumento do volumes das vendas. Tal resultado reflete, desta maneira, diretamente, as melhorias operacionais obtidas.

A geração de caixa operacional, medida pelo conceito do EBITDA, atingiu um crescimento de 2% em relação a 1997, arrecadando R\$ 117,2 milhões em 1998.

Além disso, a relação EBITDA / Receita Operacional Líquida evoluiu de 33,2 % em 1997 para 35,1 % em 1998; refletindo a melhoria de desempenho operacional, uma vez que, como comentado acima, os preços negociados em 98 foram menores que os negociados em 97, apesar do pequeno aumento de volume.

No primeiro semestre deste ano (99) a relação EBITDA / Receita Líquida Operacional alcançou 48% em confronto com 40% do mesmo período do ano anterior.

¹³ A grande variação entre os dados apresentados para Dez/98 e Mar/99, se deve justamente ao período total do cálculo, um ano e três meses, respectivamente.

A melhoria de desempenho está também evidenciada no resultado do primeiro trimestre, ao se levar em conta que no resultado negativo de R\$ 43,23 milhões, R\$ 74,06 milhões se referem à Despesas Financeiras.

6.3.5 Resultado Líquido

O Resultado Líquido no final de 1998 foi negativo em R\$ 116,9 milhões, apesar de ter obtido um EBITDA alto, R\$ 112,45 milhões, sendo que as despesas financeiras, R\$ 163,2 milhões, foram as responsáveis pelo prejuízo final. As despesas administrativas até que colaboraram com uma redução de 17,1%.

A desvalorização do real, no entanto, ocorrida no início de 1999 tende a trazer boas consequências para a empresa, que é uma grande exportadora (ou seja, possui uma renda em US\$) e tem seus custos de produção em moeda nacional (reais / R\$).

Desta forma, é de se esperar uma melhora do resultado da empresa apenas no longo prazo, já que ela ainda sobre os efeitos de um endividamento feito em dólares. As despesas financeiras com as captações internacionais aumentaram em reais o valor de seu endividamento. No entanto, o aumento da receita em reais conseguido com as exportações é mais duradouro, uma vez que a estabilização do cambio torna os ganhos freqüentes e lineares, ao contrário da dívida adquirida que tende a ter seus custos diminuídos.

Conforme o diretor de mercado da Bahia Sul, o valor da receita anual de exportação da empresa é aproximadamente igual à metade da dívida em dólares, o que faria com que o efeito negativo inicial de seu endividamento fosse compensado em aproximadamente dois anos, restando a partir de então apenas o efeito positivo gerado pela receita.

Para este ano, a empresa gerou somente no primeiro trimestre um EBITDA de R\$ 48,83 milhões, que é aproximadamente 23% do resultado obtido para o ano de 98 inteiro.

6.4 ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA TRADICIONAL

Através da apuração de indicadores levantados dos Demonstrativos Contábeis será possível ter uma idéia da saúde da estrutura econômica da Bahia Sul. Desta forma, neste item será estudado o desempenho da empresa comparando-se os seus indicadores financeiros do último trimestre com indicadores de exercícios anteriores. A comparação destes indicadores com indicadores-padrão do setor, que é indispensável para uma completa avaliação do desempenho da empresa, será feita, por sua vez, no capítulo seguinte juntamente com o levantamento das conclusões.

6.4.1 Indicadores de Estrutura de Capital

INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Participação de Capitais de Terceiros	0,757	1,086	1,224	0,958	1,012
Composição do Endividamento	0,489	0,351	0,434	0,414	0,442
Imobilização do Patrimônio Líquido	1,609	1,823	2,063	1,774	1,800

Figura 41. Evolução dos Indicadores de Estrutura de Capital Bahia Sul (Elaborado pela autora).

A empresa tem uma estrutura de capital totalmente alavancada. Sua dependência por capitais de terceiros vem claramente aumentando ao longo do tempo. Além disto, o seu endividamento tem uma grande parcela de vencimentos no curto prazo, o que aumenta ainda mais o seu risco de crédito, que além de depender de capitais de terceiros para girar as suas atividades, tem de pagar seus empréstimos em um ano (curto prazo).

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

A Imobilização do Patrimônio Líquido da empresa deixa ainda mais evidente a sua alavancagem. Para a aquisição de seus Ativos Permanentes a Bahia Sul dispôs de todos os seus recursos próprios e ainda teve de recorrer a capital de terceiros para suprir as suas necessidades. Caso a rentabilidade de seu ativo imobilizado não seja suficiente para cobrir o custo do capital tomado, a empresa terá com certeza seu risco de crédito elevado, ou seja, risco de não conseguir gerar capital para pagar seus credores.

6.4.2 Indicadores de Liquidez

INDICADORES DE LIQUIDEZ					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Liquidez Geral	0,195	0,242	0,132	0,192	0,209
Liquidez Corrente	0,383	0,646	0,266	0,363	0,358
Liquidez Seca	0,171	0,465	0,138	0,214	0,222

Figura 42. Evolução dos Indicadores de Liquidez Bahia Sul (Elaborado pela autora).

Quanto menor for a Liquidez da empresa, maior será sua dificuldade de pagamento. Assim, a Bahia Sul, como constatado não possui uma estrutura de alta liquidez, porém, não se pode concluir muito sobre a sua estrutura sem antes levar em consideração os indicadores-padrão do setor, uma vez que sabemos que é uma característica própria do setor de papel e celulose requerer altos investimentos em ativos imobilizados - o que, por outro lado, prejudica a sua liquidez. Entretanto, mesmo assim, é possível constatar uma tendência de aumento de liquidez a partir de 98, depois de uma grande queda em 97, que será melhor analisada no capítulo seguinte.

6.4.3 Indicadores de Rentabilidade

	INDICADORES DE RENTABILIDADE				
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Giro do Ativo	0,155	0,129	0,162	0,156	0,046
Margem Líquida (Lucratividade das vendas)	0,053	-0,511	-0,370	-0,350	-0,403
Rentabilidade do Ativo	0,008	-0,066	-0,060	-0,055	-0,018
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	0,014	-0,137	-0,133	-0,107	-0,037

Figura 43. Evolução dos Indicadores de Rentabilidade Bahia Sul (Elaborado pela autora).

Através da análise deste tipo de indicadores é possível avaliar a performance da empresa em função das decisões tomadas.

O Giro do Ativo mostra uma tendência de alta resultante da estratégia de ampliação da competitividade através da redução de custos e aumento da produtividade adotados pela empresa. Dentro desta estratégia pode-se citar os projetos concluídos em 98; a mecanização da colheita de eucalipto e o projeto ECF (para produção de celulose livre de cloro elementar); que asseguraram um melhor desempenho operacional e uma atualização da tecnológica.

Por outro lado, os outros indicadores de Lucratividade / Rentabilidade mostram o prejuízo financeiro que a empresa vem vivenciando desde de 1996, quando ocorreu uma queda abrupta dos preços do setor.

Fazendo uma análise conjunta dos indicadores, no entanto, percebe-se que a empresa, apesar de estar conseguindo obter ganhos com sua produção, apresenta um prejuízo no resultado final causado pelos pagamentos das despesas financeiras. Em outras palavras, a maneira como está estruturado o seu endividamento está pondo em “xeque” a rentabilidade da Bahia Sul.

6.5 ANÁLISE ECONÔMICA-FINANCEIRA – INSTRUMENTOS AVANÇADOS

6.5.1 Necessidade de Capital de Giro

Necessidade de Capital de Giro (NCG) (mil R\$)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
NCG	100.910	96.499	91.646	113.832	121.542
Financiamentos Concedidos	133.822	121.310	116.874	143.311	152.333
Financiamentos Recebidos	32.912	24.811	25.228	29.479	30.791
Variação da NCG	-	(4.411)	(4.853)	22.186	7.710

Figura 44. Necessidade de Capital de Giro – Tabela Comparativa (Elaborado pela autora)¹⁴

Entre os exercícios de 1997 e 1998, ocorreu um aumento da Necessidade de Capital de Giro da Bahia Sul em R\$22.186.000,00, ou seja, uma variação de 24,21%. Tal aumento se deveu quase que exclusivamente ao aumento da conta Clientes que saltou de R\$60.806.000,00 em 97 para R\$81.303.000,00 em 98, evidenciando, assim, a opção da empresa de financiar mais seus clientes.

Esta tendência de aumento da Necessidade de Capital de Giro é também observada para o ano de 1999, como fica claro no Balanço do primeiro trimestre, que, em apenas 3 meses, já apresenta uma variação em relação ao ano anterior de R\$7.710.000,00.

Necessidade de Capital de Giro x Vendas Brutas (mil R\$)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Vendas Brutas	392.561	327.529	366.959	351.205	111.566
NCC	100.910	96.499	91.646	113.832	121.542

Figura 45. Necessidade de Capital de Giro x Vendas Brutas

¹⁴ A variação negativa da NCG significa uma melhora na situação da empresa (diminuição da NCG), enquanto o valor positivo representa exatamente o contrário.

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

A análise da Necessidade de Capital de Giro, no entanto, não pode ser feita isoladamente, devendo-se também levar em consideração a evolução das vendas no período. Assim, entre 1997 e 1998 o aumento da NCC em 24,21% pode ser explicada pela baixa dos preços em 1998, que mesmo produzindo maior quantidade que em 1997 conseguiu um menor resultado com as Vendas Brutas.

Para 1999, existe uma tendência de aumento das vendas que deve ser acompanhado pelo aumento do valor da conta Vendas Brutas, beneficiado, é claro, pela desvalorização cambial.

6.5.2 Geração Interna de Recursos

Geração Interna de Recursos (R\$ mil)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Lucro Líquido	19.519	(156.812)	(128.277)	(116.860)	(43.230)
Saldo da Correção Monetária	131.235	-	-	-	-
Res. de Equi. Patrimonial	-	-	-	-	-
Depreciação / Amortização	(82.732)	(77.296)	(79.503)	(87.110)	(21.503)
Provisão de IR	(2.966)	11.595	5.294	8.735	2.405
Geração Interna de Recursos	(197.414)	(67.921)	(43.480)	(21.015)	(19.322)
Geração Int. Rec./ Vendas Líq.	-53,31%	-22,12%	-12,54%	-6,29%	-18,03%

Figura 46. Evolução da Geração Interna de Recursos Bahia Sul (Elaborado pela autora).

A Geração Interna de Recursos é o resultado econômico da empresa, ou seja, o que a empresa realmente ganhou ou perdeu, sem se levar em consideração fatores como Depreciação, Amortização, Provisão de IR, Correção Monetária ou Equivalência Patrimonial, que não geram uma efetiva saída de caixa, mas que no entanto diminuem o resultado operacional.

Desta maneira, analisando a tabela anterior, é possível constatar que mesmo com reversão de recursos das conta Depreciação / Amortização a Geração Interna de Recursos ainda fica negativa, demonstrando a má situação da empresa. Ainda,

CAPÍTULO 6 – ANÁLISE DA EMPRESA

comparativamente com as vendas obtidas no período, para se ter uma idéia percentual e mais clara desta evolução, evidencia-se que em 99 esta situação volta a piorar depois de uma melhora ocorrida em 98 (a Geração Interna de Recursos é mais baixa, mesmo levando-se em consideração o volume negociado).

Uma maneira também eficiente para se analisar a geração de recursos da empresa é feita através da avaliação de sua Geração Líquida de Recursos. Para tanto, subtrai-se diretamente do EBITDA as Despesas/Receitas Financeiras do período, resultando, portanto, no valor gerado pelas operações da empresa depois do pagamento/recebimento de dívidas financeiras.

Geração Líquida de Recursos (R\$ mil)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
EBITDA	135.616	71.270	112.455	121.221	48.837
Desp./Rec. Financeiras	(160.428)	(162.850)	(166.398)	(159.117)	(72.946)
Geração Líquida de Recursos	(24.812)	(91.580)	(53.943)	(37.896)	(24.109)
Geração Líq. Rec./Vendas Líq.	-6,70%	-29,83%	-15,56%	-11,35%	-22,50%

Figura 47. Evolução da Geração Líquida de Recursos Bahia Sul (Elaborado pela autora).

A Geração Líquida de Recursos, seguindo a Geração Interna também se apresenta negativa, mostrando o peso das despesas financeiras da companhia sobre seu Resultado Operacional.

Assim, desde o exercício de 1995, a Bahia Sul, apesar de conseguir um ganho efetivo de caixa com suas atividades operacionais, tem altos gastos financeiros, que superam seu desempenho industrial e prejudicam o seu Resultado Final.

6.5.3 Fluxo de Caixa

6.5.3.1 Fluxo de Caixa Operacional

A comparação¹⁵ da variação da NCG com a Geração Interna de Recursos do período torna possível analisar de uma maneira profunda o desempenho das atividades da empresa.

Fluxo de Caixa Operacional (mil R\$)				
	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Geração Interna de Recursos	(67.921)	(43.480)	(21.015)	(19.322)
Variação da NCC	(4.411)	(4.853)	22.186	7.710
Fluxo de Caixa Operacional	(63.510)	(38.627)	(43.201)	(27.032)

Figura 48. Evolução do Fluxo de Caixa Operacional Bahia Sul (Elaborado pela autora).¹⁶

Assim, o desempenho da Bahia Sul é muito ruim em termos de Fluxo de Caixa Operacional, uma vez que sua Geração Interna de Recursos não é suficiente para suprir as Necessidades de Capital de Giro. O que já era totalmente previsível, dado que a empresa apresenta uma Geração de Recursos deficitária, necessitando muito mais recursos do que ela mesma é capaz de gerar.

¹⁵ O método de comparação utilizado foi descrito no Capítulo 3, não chegou a ser utilizado, dado que o déficit na Geração Interna de Recursos é evidente até pelo seu sinal negativo.

¹⁶ A variação negativa de NCC significa uma melhora na situação da empresa (diminuição da NCC), enquanto o valor positivo representa exatamente o contrário.

6.5.3.2 Fluxo de Caixa Global

Fluxo de Caixa Global				
	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
	R\$ MIL	R\$ MIL	R\$ MIL	R\$ MIL
EBITDA (geração Bruta de Caixa)	71.270	112.455	121.221	48.837
Variação da NCC	4.411	4.853	(22.186)	(7.710)
Caixa Operacional	75.681	117.308	99.035	41.127
Rec/Desp Financeiras	(162.850)	(166.398)	(159.117)	(72.946)
Contribuição Social	(2.652)	5.000	(162)	(59)
Caixa Após Pagamentos Obrigatórios	(89.821)	(44.090)	(60.244)	(31.878)
Resultado não Operacional	469	(125)	(589)	(23)
Variação do Ativo Diferido Líquido	448.897		(2)	(2)
Variação do Ativo Imobilizado	(419.785)	(34.902)	(39.623)	(5.874)
Outros Passivos de CP		3.220	1.677	1.560
Desp. Judiciais		8.300		
C/C Coligadas CP e LP	52.586	41.322	(84.383)	(40.701)
Variação Outros Ativos (Geral)	1.347	7.182	5.699	2.202
Variação Outros Passivos (Geral)	(5.894)	(1.813)	(3.075)	3.706
Aumento de Capital	28.917	4.048	230.326	115.000
Ajustes de PL	(90.631)			(237)
Caixa Antes dos Financiamentos	(73.915)	(16.858)	49.786	43.753
Empréstimos Bancários de CP	(27.273)	72.837	(137.680)	(59.281)
Empréstimos Bancários de LP	198.794	(195.619)	126.881	29.938
Debêntures CP	3.625	4.726	(38.632)	7.528
Fluxo de Caixa	101.231	(134.914)	355	21.938
Caixa Anterior	42.902	144.133	9.219	9.574
Caixa Atual	144.133	9.219	9.574	31.512

Figura 49. Evolução do Fluxo de Caixa Global Bahia Sul. (Elaborado pela autora).

A geração de Caixa Operacional da Bahia Sul é positiva, o que representa o bom andamento de suas atividades produtivas em todos os períodos. No entanto, as Despesas Financeiras, como se pode observar mais uma vez, foram as grandes responsáveis pela drástica diminuição do resultado operacional da empresa, gerando um caixa após pagamentos obrigatórios bem negativo, com tendência de aumentar ainda mais este ano.

No entanto, a desvalorização não apresenta um grande impacto sobre a dívida contraída em dólares, dado que a maior parte dos financiamentos de exportações têm seu vencimento casado com os recebimentos das vendas ao exterior, deixando clara a condição de *hedge* natural da empresa, que é uma grande exportadora.

Outro dado de destaque é a variação do ativo imobilizado da empresa que apresenta valores negativos, evidenciando a diminuição (lê-se falta de investimento) do valor deste tipo de ativo da empresa. Tal variação é calculada pela diferença entre o ativo imobilizado em dois períodos subsequentes, descontando-se, obviamente, a parcela da respectiva depreciação.

O resultado positivo do Caixa Antes dos Financiamentos, por sua vez, fica por conta do aumento de capital da empresa conseguida através das sucessivas capitalizações. É importante frisar, no entanto, que a perda de capital apresentada na conta C/C Coligadas de CP e LP, já está sendo considerada dentro do valor de aumento de capital apresentado.

No resultado final, o Fluxo de Caixa total mostra um saldo positivo para os dois últimos anos, destacando que o aumento de capital foi o principal responsável pela manutenção de Fluxo de Caixa de entrada de capitais (positivo).

6.5.4 Fluxo de Usos e Fontes de Recursos

Necessidade de Capital de Terceiros (R\$ mil)					
	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Mar/99
NCG	100.910	96.499	91.646	113.832	121.542
Ativo Não Operacionais	19.627	18.280	11.098	5.399	3.197
Passivos Não Operacionais	(11.769)	(5.875)	(7.282)	(5.884)	(11.150)
C/C Controladas Coligadas	(74.521)	(127.107)	(168.429)	(84.046)	(43.345)
Necessidade de Financiamento	57.785	(6.453)	(58.403)	41.069	92.544
Patrimônio líquido	1.363.124	1.144.598	961.440	1.091.452	1.162.985
Ativo Permanente	2.193.394	2.086.986	1.983.456	1.935.971	2.093.812
Capital de Giro Próprio	(830.270)	(942.388)	(1.022.016)	(844.519)	(930.827)
Necessidade de Capital de Terceiros	888.055	935.935	963.613	885.588	1.023.371

Figura 50. Evolução da Necessidade de Capital de Terceiros - Bahia Sul (Elaborado pela autora).

A Necessidade de Financiamento indica o volume total de recursos de que a empresa precisa, considerando sua atividade operacional e também não operacional. Assim, através da comparação dos volumes requeridos para a NCG da Bahia Sul, percebe-se o aumento brutal daquela necessidade neste último ano.

A grande dependência em relação ao capital de terceiros, já esperada pela forma na qual está estruturada a empresa.

6.6 POSIÇÃO BANCÁRIA

Como mencionado na análise, anteriormente, o endividamento da empresa com os bancos apresenta uma situação delicada, merecendo destaque à parte.

Endividamento Bancário (mil R\$)								
	1996	%	1997	%	1998	%	Mar/99	%
Curto Prazo	405.699	37%	478.652	49%	397.630	43%	473.088	44%
Longo Prazo	679.917	63%	488.908	51%	520.499	57%	596.694	56%
Total	1.085.616	100%	967.560	100%	918.129	100%	1.069.782	100%
Disponível (Caixa)	144.133	-	9.219	-	9.574	-	31.512	-
Líquido	941.483	-	958.341	-	908.555	-	1.038.270	-

Figura 51. Endividamento Bancário - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora)¹⁷

O perfil da dívida bancária da Bahia Sul está estruturado de maneira desequilibrada no curto prazo, podendo comprometer a sua credibilidade. A sua grande dependência em relação aos financiamentos obtidos nos bancos com muitos vencimentos no curto prazo, obriga a empresa entrar num ciclo vicioso, tendo de recorrer aos mesmos para pegar mais empréstimos e poder saldar suas dívidas. Esta prática, prejudica ainda mais a situação da empresa, que consegue empréstimos no mercado apenas a taxas mais altas, devido ao seu risco de crédito crescente.

A partir de 1998 é perceptível a preocupação da empresa em alongar o perfil da sua dívida. O ideal seria que ela pudesse quitar seus empréstimos com o capital gerado por suas operações, e não através de mais empréstimos no mercado.

¹⁷ A Conta Endividamento Bancário está incluindo a dívida com debêntures.

Capítulo 7

ANÁLISE COMPARATIVA

7.1 ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES

A comparação dos indicadores da Bahia Sul, após a análise efetuada no Capítulo 6, com os indicadores de outras empresas do setor, é muito importante para podermos analisar a conjuntura do mesmo, e, assim, concluir se a nossa empresa está bem posicionada estrategicamente dentro de seu setor.

Em outras palavras, será analisado se sua estrutura econômico-financeira, através da comparação / análise dos indicadores-padrão, está de acordo com as suas concorrentes. Caso não esteja, será analisado se a posição tomada pela Bahia Sul é comparativamente vantajosa. Enfim, tal análise tornará possível o desfecho de uma conclusão final sobre a situação / estrutura financeira da empresa.

Entretanto, é preciso que a comparação dos indicadores seja feita com empresas realmente comparáveis, isto é, empresas que possuem o mesmo posicionamento estratégico que a Bahia Sul, e que, portanto, estão no mesmo nicho de atuação.

Assim, de acordo com os levantamentos da análise setorial desenvolvida no Capítulo 5 (vide gráficos: Divisão das Empresas por Produção nos Segmentos de Papel e Distribuição da Produção Nacional de Celulose), foi possível encontrar uma empresa “espelho”¹⁸ da Bahia Sul: a Riocell.

A Riocell é uma empresa participante do Grupo Klabin, mas que tem toda sua produção de papel voltada para o tipo Imprimir/Escrever, assim como a Bahia Sul, sendo também, produtora e exportadora de celulose.

¹⁸ Empresa comparável, que possui as mesmas características que a empresa analisada.

7.1.1 Indicadores de Estrutura de Capital

	INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL					
	Bahia Sul			Riocell		
	Dez/97	Dez/98	Mar/99	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Participação de Capitais de Terceiros	1,224	0,958	1,012	0,744	0,843	1,218
Composição do Endividamento	0,434	0,414	0,442	0,357	0,560	0,609
Imobilização do Patrimônio Líquido	2,063	1,774	1,800	1,313	1,349	1,546

Figura 52. Tabela Comparativa - Indicadores de Estrutura de Capital (Bahia Sul x Riocell) (Elaborado pela autora).

Através da comparação dos indicadores de estrutura de capital fica evidente a alta alavancagem das empresas do setor papel / celulose. O alto nível de Participação do Capital de Terceiros aliado ao grau de Imobilização do Patrimônio Líquido, se mostra característico ao setor, que requer um grande investimento em Ativo Imobilizado. Até mesmo a Composição do Endividamento das empresas é bem parecido, com bastantes vencimentos no curto prazo.

7.1.2 Indicadores de Liquidez

	INDICADORES DE LIQUIDEZ					
	Bahia Sul			Riocell		
	Dez/97	Dez/98	Mar/99	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Liquidez Geral	0,132	0,192	0,209	0,579	0,585	0,552
Liquidez Corrente	0,266	0,363	0,358	1,031	0,632	0,480
Liquidez Seca	0,138	0,214	0,222	0,716	0,468	0,360

Figura 53. Tabela Comparativa - Indicadores de Liquidez (Bahia Sul x Riocell) (Elaborado pela autora).

Percebe-se que a Bahia Sul está realmente numa situação alarmante em comparação com outra de seu setor. A sua conjuntura, desta forma, não reflete a situação da Riocell, por exemplo, evidenciando que a baixa liquidez é um problema particular da empresa, que pode ser consequência de uma má administração financeira.

7.1.3 Indicadores de Rentabilidade

	INDICADORES DE RENTABILIDADE					
	Bahia Sul			Riocell		
	Dez/97	Dez/98	Mar/99	Dez/97	Dez/98	Mar/99
Giro do Ativo	0,162	0,156	0,046	0,277	0,244	0,085
Margem Líquida	-0,370	-0,350	-0,403	-0,035	-0,115	-0,832
Rentabilidade do Ativo	-0,060	-0,055	-0,018	-0,010	-0,028	-0,071
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	-0,133	-0,107	-0,037	-0,017	-0,052	-0,158

Figura 54. Tabela Comparativa - Indicadores de Rentabilidade (Bahia Sul x Riocell) (Elaborado pela autora).

Assim como a Bahia Sul, a Riocell vem apresentando resultados de prejuízo nos últimos anos, em decorrência da queda dos preços internacionais. Porém, apesar disso, a Riocell ainda consegue apresentar indicadores melhores que a Bahia Sul, demonstrando que a última poderia estar melhor posicionada.

A Riocell, consegue girar seus ativos mais rapidamente que a Bahia Sul, demonstrando sua maior eficiência na utilização dos recursos. Ela também apresentou, com exceção do primeiro trimestre de 1999, resultados melhores, menos negativos, que a nossa empresa, evidenciando, mais uma vez, a má escolha da Bahia Sul.

Entretanto, percebe-se que a Bahia Sul apresenta uma tendência de melhoria para este ano, com uma Margem menos negativa, que pode ser interpretada como início da apropriação dos ganhos gerados pela desvalorização cambial do início deste ano.

7.2 COMPARAÇÃO EBITDA X BANCOS LÍQUIDOS

Uma outra maneira de estudar o nível de endividamento de uma empresa é através da comparação de seu EBITDA com seu endividamento bancário (conta: Bancos, curto e longo prazo). Tal comparação, EBITDA x conta Bancos (Líquido), representa o número de meses que a empresa levaria para “alcançar” (gerar) o valor da sua conta de Bancos, caso ela continuasse conseguindo o mesmo resultado de EBITDA invariavelmente, e, ainda mantivesse, é claro, o mesmo saldo para a conta de Bancos. Em outras palavras, a comparação nos dá o número de meses de EBITDA que a empresa precisa repetir para “zerar” a sua conta de Bancos (considerando que essa permaneça constante), e, assim, deixa mais claro o real nível de endividamento da empresa.

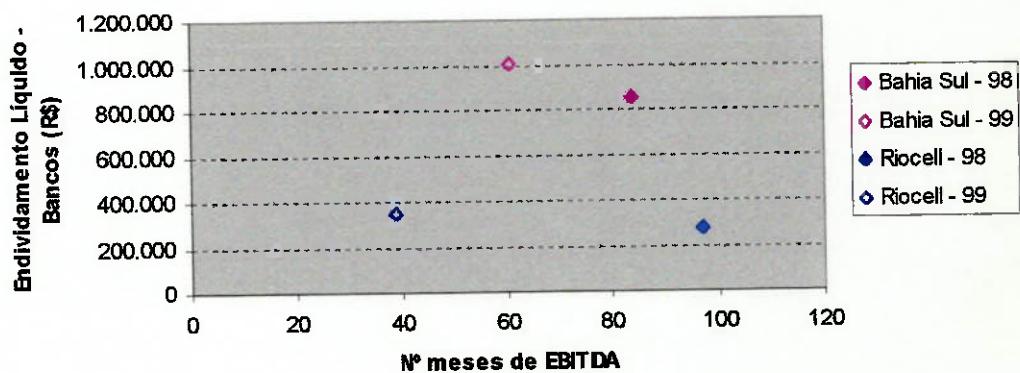
$$\begin{aligned}
 \text{Nº de meses de EBITDA} \\
 = \\
 \text{Bancos Líquidos (dt) / EBITDA (dt/periodo do Balanço, nº meses)}
 \end{aligned}$$

Assim, a seguir, é realizada a comparação da Bahia Sul com sua “empresa espelho”, Riocell, considerando apenas os Balanço do ano de 1998 e o Balanço do primeiro trimestre de 1999, para se ter uma idéia da tendência do setor para este ano.

Empresa	Bahia Sul		Riocell	
Período	98	1º trim. 99	98	1º trim. 99
Endividamento Bancos	857.076	1.001.201	273.985	348.009
EBITDA /nº meses	10.102	16.279	2.822	8.756
Nº de meses de EBITDA	84	61	97	39

Figura 55. Número de meses de EBITDA - Tabela Comparativa (Elaborado pela autora).

EBITDA x Endividamento - Bancos



Através do gráfico, fica clara a tendência de melhora para o setor. Ambas empresas tiveram uma queda no número de meses de EBITDA, que significa a possibilidade de pagamento das dívidas num menor intervalo de tempo, mesmo considerando o aumento ocorrido em seus níveis de endividamento.

Esta tendência de melhora na situação financeira das empresas do setor é mais uma consequência dos benefícios trazidos pela desvalorização cambial sobre o setor de papel e celulose.

Capítulo 8

CONCLUSÕES FINAIS

8.1 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta fase final da Análise de Crédito, deveria ser proposto o “ranqueamento” da empresa conforme o modelo de *Risk Rating* desenvolvido pelo Banco, apresentado no Capítulo 3; e o limite de crédito que o banco estaria disposto a conceder à Bahia Sul. Entretanto, como discutido durante o trabalho, este ranqueamento leva em consideração fatores subjetivos, como: os C’s do Crédito, a opinião do mercado em relação à empresa (conforme aspectos jurídicos e societários, capacidade gerencial, etc.); além de dados confidenciais como: relacionamentos anteriores com a empresa, limites de crédito propostos antigos; que afetariam uma conclusão objetiva e clara sobre a empresa.

Desta maneira, a conclusão final do trabalho será moldada deixando-se de lado estes dados subjetivos, sem esquecer, porém, sua importância e relevância em uma análise completa.

Assim, serão tomados como base para a conclusão final do trabalho a Análise Setorial e o estudo sobre o posicionamento estratégico adotado pela Bahia Sul, desenvolvidos no Capítulo 5, e as Análises Econômico-Financeiras desenvolvidas nos Capítulos 6 e 7.

8.2 CONCLUSÕES FINAIS

Desta maneira, como levantado, a Bahia Sul possui grandes vantagens competitivas resultantes de seu posicionamento estratégico. A desvalorização cambial ocorrida no início do ano somada à próxima fase de alta do ciclo do setor e à retomada do crescimento econômico mundial, moldam um cenário de boas perspectivas para a empresa.

Entretanto, a sua estrutura financeira apresenta um expressivo desequilíbrio, especialmente no curto prazo. As suas altas despesas financeiras, resultantes de investimentos custeados com recursos bancários, somados à seqüência de 5 anos com um nível de preços extremamente baixos, prejudicam o resultado operacional positivo da empresa. Ou seja, apesar de sua eficiência operacional, a empresa apresenta prejuízos decorrentes de uma má administração financeira.

O apoio financeiro dos acionistas na forma de capitalizações tem sido de grande ajuda, porém ainda são insuficientes para que a empresa gere um resultado final positivo.

Desta maneira, a empresa tem condições de superar a fase de baixa do ciclo e usufruir da próxima fase de alta, se for capaz de aproveitar as vantagens obtidas com a desvalorização cambial e conseguir sanar sua estrutura financeira, com o pagamento de suas dívidas de curto prazo. Uma solução, desta forma, seria aproveitar sua situação de *hedge* natural, e programar seus recebimentos conforme a renegociação de suas dívidas de curto prazo, casando, assim, seu fluxo de caixa.

A empresa, assim, pode ser classificada como uma empresa de *Risk Rating 3* (vide item 2.4), ou seja, possui risco moderado mas aceitável, que é resultado de uma ótima conjuntura setorial somada a boas perspectivas futuras.

Ser parceiro financeiro da Bahia Sul agora significa investir em uma empresa que tem grandes possibilidades de retorno e crescimento. Isto é, apesar de a empresa não apresentar uma estrutura financeira saudável, tem um ótimo posicionamento dentro de seu setor, beneficiando-se da conjuntura atual.

Além disso, conceder crédito para Bahia Sul neste momento, abre espaço para que banco-empresa tornem-se parceiros comerciais no futuro; o que seria de grande valia para o banco, devido ao volume de capital que a Bahia Sul é capaz de girar (quando estiver “recuperada”).

Enfim, do meu ponto de vista é recomendável conceder crédito à Bahia Sul, ainda que apenas no curto e médio prazos, no volume de 5 milhões de R\$ (aproximadamente 4% do EBITDA gerado em 1998).

ANEXOS

**BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO - LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA –
BAHIA SUL CELULOSE S.A.**

Em 31 de Junho de 1999 (em milhares de Reais)

ATIVO		PASSIVO	
Circulante	207.305	Circulante	546.734
Disponível / aplicações	44.590	Fornecedores	16.539
Clientes	85.524	Empréstimos e financiamentos	404.516
Estoques	73.361	Debêntures	62.542
Outros	3.830	Juros a pagar	26.566
		Remunerações e encargos	7.862
Realizável a longo prazo	59.684	Provisão p/ parada programada	10.683
Contribuição Social diferida	58.394	Provisão para Contribuição Social	5.456
Outros créditos	1.290	Outros	12.570
Permanente	2.055.242	Exigível a longo prazo	632.986
Imobilizado	1.887.035	Empréstimos e financiamentos	571.255
Diferido	168.207	Debêntures	2.654
		Provisão para contingências	8.300
		Dívida com Pessoas Ligadas	44.107
		Provisão para Contribuição Social	6.670
		Patrimônio Líquido	1.142.511
		Capital Social	1.543.284
		Lucros / Prejuízos acumulados	(400.773)
Total	2.322.231	Total	2.322.231

Figura 56. Fonte Internet - www.bahiasul.com.br

**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS CONSOLIDADO - LEGISLAÇÃO
SOCIETÁRIA - BAHIA SUL CELULOSE S.A.**
Em 31 de Junho de 1999 (em milhares de Reais)

	1999
Receita operacional líquida	245.496
Custo dos produtos vendidos	(150.077)
Resultado Bruto	95.419
Despesas comerciais	(15.994)
Despesas administrativas	(9.427)
Receitas / despesas financeiras	(48.867)
Variações monetárias	(86.515)
Amortização do diferido	(2.693)
Outras receitas operacionais	1.362
Resultado operacional	(66.715)
Resultado não operacional	(327)
Resultado antes da tributação e participação	(67.042)
Contribuição Social	3.232
Imposto de Renda	(131)
Lucro / prejuízo do exercício	(63.941)
Número de ações (lote de mil)	3.214.616
Lucro / prejuízo por ação	(0,02)
Depreciação / Exaustão	46.201
EBIT	68.667
EBITDA	117.561
Margem Bruta	39%
EBITDA / Receita Operacional Líquida	48%

Figura 57. Fonte Internet - www.bahiasul.com.br

BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO - BAHIA SUL CELULOSE S.A.

Em 31 de Dezembro de 1998 e 1997 (em milhares de Reais)

ATIVO			PASSIVO		
	1998	1997		1998	1997
Circulante	157.353	134.133	Circulantes	432.993	509.311
Disponível/aplicações	9.574	9.219	Fornecedores	12.613	11.828
Clientes	81.303	59.927	Emprést. e financ.	319.308	436.968
Estoques	61.197	55.529	Debêntures	58.333	1.675
Outras contas a receber	4.468	8.919	Juros a pagar	19.989	38.158
Despesas antecipadas	811	539	Remunerações e encargos	9.395	6.267
			Contribuição Social deferida	882	1.016
Realizável a longo prazo	43.966	18.799	Contas a pagar	987	4.062
Contribuição Social Deferida	43.035	17.592	Provisões	11.486	9.337
Outros créditos	332	447			
Despesas antecipadas	599	760	Exigível a longo prazo	612.845	665.637
			Emprést. e financ.	601.825	559.327
Permanente	1.935.971	1.983.456	Debêntures	2.720	98.010
Imobilizado	1.916.649	1.958.748	Provisões para contingências	8.300	8.300
Deferido	19.322	24.708			
			Patrimônio Líquido	1.091.452	961.440
			Capital Social	1.428.284	1.197.958
			Lucros/Prejuízos acum.	(336.832)	(236.518)
Total	2.137.290	2.136.388	Total	2.137.290	2.136.388

Figura 58. Fonte Internet - www.bahiasul.com.br

**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO CONSOLIDADO - BAHIA SUL
CELULOSE S.A.**

**Em 31 de Dezembro de 1998 e 1997 (em milhares de Reais, exceto
prejuízo por ação)**

	1998	1997
Receita bruta de vendas	351.205	366.959
Impostos sobre as venda	(17.268)	(20.335)
Receita operacional líquida	333.937	346.624
Custo dos produtos vendidos	(255.713)	(256.167)
Resultado Bruto	78.224	90.457
Despesas comerciais	(24.189)	(25.922)
Despesas administrativas e gerais	(15.648)	(18.672)
Honorários da Administração	(2.141)	(2.790)
Despesas financeiras	(163.247)	(178.877)
Receitas financeiras	4.130	12.479
Amortização do diferido	(5.388)	(5.388)
Outras receitas operacionais	3.253	(4.733)
Resultado operacional	(125.006)	(133.446)
Resultado não operacional	(589)	(125)
Resultado antes da tributação e participação	(125.595)	(133.571)
Contribuição Social	8.898	5.438
Imposto de Renda	(163)	(144)
Lucro / prejuízo do exercício	(116.860)	(128.277)
Número de ações (lote de mil)	1.936.839	1.083.778
Lucro / prejuízo por ação	(0,06)	(0,12)
Depreciação / Exaustão	77.745	76.717
EBIT	34.111	32.952
EBITDA	117.244	115.057

Figura 59. Fonte Internet - www.bahiasul.com.br

**REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS**

BIBLIOGRAFIA

- ✓ Almeida, Prof. Henrique S. de - Apostila Estudo do Mercado – Análise Setorial – Depto. de Engenharia de Produção.
- ✓ Ávila Filho, Francisco – Análise Avançada de Crédito – São Paulo: IBCB, 1992.
- ✓ Equipe de Professores da FEA/USP – Contabilidade Introdutória – 8º Edição – Editora Atlas, 1996.
- ✓ Grinbaum, Ricardo – “*País tropical dá mais vantagem a ciclo de investimento no setor*” – Jornal: Folha de São Paulo, São Paulo, 3 de novembro de 1999 - Caderno 2 – pp1.
- ✓ IAN (Informações Anuais) Bahia Sul Celulose S.A. – CVM (Comissão de Valores Mobiliários) – Serviço Público Federal – Data base: 31/12/1998.
- ✓ ITR (Informações Trimestrais) Bahia Sul Celulose S.A. – CVM (Comissão de Valores Mobiliários) – Serviço Público Federal – Data base: 30/06/1999.
- ✓ Lozardo, Ernesto - “*O Banco Central ataca juros altos com eficiência*” - Jornal: O Estado de São Paulo – São Paulo, 18 de outubro de 1999 - Caderno B – pp2.
- ✓ Porter, Michael E. – Vantagem Competitiva – Criando e Sustentando um Desempenho Superior – Editora Campus – Rio de Janeiro, 1986.
- ✓ Porter, Michael E. – Estratégia Competitiva - Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência – 8º Edição – Editora Campus – Rio de Janeiro, 1991.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ✓ Reed, Edward W.; Gill, Edward K. - Bancos Comerciais e Múltiplos - 1º Edição -
Editora MAKRON Books do Brasil - São Paulo, 1995.
- ✓ RISI - Resource Information Systems, Inc. - World Pulp Monthly - August 1999.
- ✓ RISI - Resource Information Systems, Inc. - Paper Packaging Monitor - August 1999.
- ✓ Site da empresa na Internet: www.bahiasul.com.br
- ✓ Site do BNDES na Internet: www.bnDES.gov.br

TRABALHOS DE FORMATURA

- ✓ Moreno, Erick Guadalupe - Análise de Crédito Aplicada ao Setor Sucro Alcooleiro - 1994.
- ✓ Ferro, Marcelo A. - Análise Estratégica do Negócio: Produção de Caixas de Papelão - 1997.
- ✓ Timoner, Sérgio - Viabilidade de Fusão entre Empresas do Setor Siderúrgico: Estudo de Caso - 1996.
- ✓ Júnior, Márcio L. M. - Vantagem Competitiva em uma Indústria de Videolocação - 1995.
- ✓ Godinho, Maurício A. - Orientação Estratégica de uma Empresa Distribuidora de Bebidas - 1998.