

Análise financeira das empresas brasileiras do segmento de papel e celulose, no período 2011 a 2015

Fabio Emanuel Farago (UEPG) fabio.farago@hotmail.com
Douglas Martins Oliveira (UEPG) douglas_m.oliveira@hotmail.com
Marcelo Guilherme de Goes Rocha (UEPG) goesrocha@gmail.com

Resumo:

O objetivo deste trabalho foi analisar o desempenho financeiro das sete empresas do segmento de papel e celulose da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), no período de 2011 a 2015. O segmento vem ganhando notoriedade no mercado internacional nos últimos anos devido aos grandes volumes transacionados, o que somado a forte agregação de valor do papel e ao potencial de expansão da produção de celulose brasileira, tem elevado a atratividade do segmento no mercado acionário. A metodologia utilizada foi a pesquisa exploratória, com uso da estatística descritiva, tendo como fontes secundárias a BM&FBovespa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os balanços patrimoniais, as demonstrações dos resultados dos exercícios, as notas explicativas, as demonstrações de valor adicionado e os relatórios de administração das seguintes companhias: Celulose Irani S/A, CIA Melhoramentos de São Paulo, Fibria S/A, Klabin S/A, Santher – Fábrica de Papel Santa Therezinha S/A, Suzano Holding S/A e a Suzano Papel e Celulose S/A. Para tanto, foram investigados índices de rentabilidade e risco: margem líquida, retorno sobre o investimento, retorno sobre o patrimônio líquido e o termômetro de Kanitz; e índices de financiamento: alavancagem financeira, alavancagem operacional e o endividamento. Os dados foram atualizados com base no Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M). Os resultados demonstraram que no agregado do segmento, os índices foram ruins, apontando que o segmento foi impactado pelas crises internacionais e pelas incertezas macroeconômicas, assinalando níveis de retorno baixos e de financiamentos altos durante o período, demonstrando risco financeiro para os investidores.

Palavras chave: Análise de balanços; indicadores econômicos; rentabilidade; risco.

Financial analysis of brazilian pulp and paper segment companies, in the period of 2011 to 2015

Abstract

The aim of this study was to analyze the financial performance of the seven companies in the paper and pulp segment of the São Paulo Stock Exchange (BM&FBovespa), in the period from 2011 to 2015. The segment is gaining recognition in the international market in recent years due to the large trading volumes, which combined with the strong added value of the paper and the potential for expansion of the brazilian pulp production, has increased the segment attractiveness in the stock market. The methodology used was the exploratory research, using descriptive statistics, using as secondary sources BM&FBovespa, the Brazilian Securities Commission (CVM), the balance sheets, the statements of income for the year, notes, added value statements and management reports of the following companies: Celulose Irani S/A, CIA Melhoramentos de São Paulo, Fibria S/A, Klabin S/A, Santher – Fábrica de Papel Santa Therezinha S/A, Suzano Holding S/A e a Suzano Papel e Celulose S/A. Therefore, was investigated profitability and risk ratios: net margin, return on investment, return on shareholders' equity and thermometer of Kanitz; and financing rates: financial leverage, operating leverage and debt ratio. The data have been updated based on the Market General Price Index (IGP-M). The results showed that in the aggregate of the segment, the indexes were bad, noting that the segment was impacted by the international crisis and macroeconomic uncertainties, pointing levels of low return and high financing during the period, demonstrating financial risk for investors.

Key-words: Balance sheet analysis; economic indicators; profitability; risk.

1. Introdução

A grande discrepância entre o lado real e o lado monetário da economia, conjugado a um aumento crescente e contínuo nos fluxos de capitais entre as nações, tem afetado os governos e as empresas. Os governos apresentam dificuldades nas formulações de políticas econômicas, pois as políticas monetária e cambial, estão seriamente comprometidas pelos fluxos financeiros externos, e a política fiscal, com limitado alcance, para o combate aos desequilíbrios macroeconômicos.

Em paralelo, as empresas, na definição de planos de gestão, precisam agregar análises econômicas multifacetadas, onde a eficácia na combinação dos diferentes fatores de produção, pode ser um diferencial no estabelecimento de estratégias competitivas, na conquista de novos mercados. A maximização dos retornos e minimização dos riscos, através da sistematização de informações, traz em si a necessidade de alocação eficiente do capital.

Do ponto de vista do investidor, na visão de Cunha e Ribeiro (2008), a decisão da empresa pela utilização de capitais de terceiros pode aumentar a percepção de risco, podendo diminuir a captação financeira. Nesse sentido, Aguiar et al (2004) salienta que no ano de 2000 com o lançamento do Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), houve um aumento da transparência do mercado de capitais brasileiro objetivando atrair mais investidores.

Sequencialmente, Soares & Galdi (2011) evidenciaram a importância da análise financeira para os investidores, que traz como benefícios o poder de provisionar desempenhos futuros e auxiliar nas alocações. Sobre o risco inerente, Pimentel (2015) afirma que a relação lucro e retorno é afetada negativamente pelo risco total e por efeitos não lineares dos lucros inesperados, podendo ser afetada positivamente pela persistência dos lucros. Sobre a ótica das organizações, Pereira, Securato & Sousa (2016), notaram que os investimentos proporcionam a formação de capitais necessários à continuidade das operações da empresa, a renovação da oferta e uma posição competitiva superior.

Assim, a performance de uma empresa, num primeiro estágio pode ser vista como a rentabilidade, isto é, a habilidade da empresa de gerar receitas e lucros, nos termos de sua atividade. O segundo estágio pode ser visto como o desempenho da empresa no mercado (ZHU, 2000). O desempenho de mercado depende das fontes de financiamentos e da eficiência de seu emprego. De acordo com Martins & Terra (2015) as fontes de financiamentos têm como principais determinantes a taxa real de juros e o desenvolvimento financeiro do país. Já a eficiência depende de como a administração utiliza os recursos para aumentar os lucros, nesse sentido, foi observado por Bio (1985) e Assaf Neto (1997) citados em Stroeher e Freitas (2008) que a continuidade de qualquer negócio depende das decisões tomadas pelos administradores dos vários níveis dentro das atividades de planejamento e controle. A análise dos índices pode caracterizar um desempenho global da empresa e da eficiência com que a administração utiliza os recursos para atingir os objetivos organizacionais.

Com relação as empresas do segmento de papel e celulose, foi observado por Coelho e Coelho (2013) que o Brasil tem obtido elevados índices de produtividade nas florestas, devido às condições climáticas favoráveis, expressivos investimentos em pesquisa e desenvolvimento, forte organização empresarial e mão de obra qualificada. Simultaneamente, os avanços tecnológicos na genética, na biotecnologia e na manipulação de matérias-primas, além do planejamento socioambiental e da adoção de um eficiente padrão de rotação das florestas plantadas, inegavelmente têm permitido uma conjugação eficaz de produtividade e tecnologia. Montebello e Bacha (2009) complementam que as atividades de pesquisa florestal e industrial no Brasil contribuíram gerando novos produtos e processos que aumentaram a produtividade

da indústria de celulose. Diminuindo o custo do produto gerado e permitindo a expansão da produção e exportação de celulose. Um exemplo de inovação no segmento é o uso da biotecnologia, que de acordo com Torres et al (2011) ganhou espaço na manufatura de vários produtos industriais, incluindo o segmento de papel e celulose, em uma tentativa de prover processos melhores e redução de custos.

Também, foi observado por Berger et al (2011), que o setor florestal, o qual o segmento de papel e celulose faz parte, tem como característica fundamental gerar retornos financeiros em longo prazo, o que pode tornar o investimento na atividade um grande entrave a novos negócios. Além de que, segundo Souza et al (2015) o desempenho econômico do setor florestal está ligado a capacidade de produção de madeira. O que faz com que as empresas do segmento de papel e celulose necessitem de grandes quantidades de terra para suas produções, que são viabilizadas através de parcerias com pequenos produtores rurais, gerando empregos indiretos. Complementarmente, Coelho e Coelho (2012) observaram que o setor florestal contribui para o desenvolvimento socioeconômico com importância destacada, seja no crescimento da economia, através da geração de renda e empregos, ou no equilíbrio ambiental, por intermédio da utilização sustentável de recursos naturais.

O segmento de papel e celulose instalado no Brasil, que em 2014 contava com 220 empresas e 128 mil empregos diretos, sendo 79 mil na indústria e 51 mil nas florestas, além de 640 mil empregos indiretos (BRACELPA, 2016), além de abastecer o mercado local, apresenta forte interação com os mercados internacionais, direcionando suas ofertas, ora para os países centrais, com a venda de celulose, e ora para os países periféricos, com a venda de papel.

Nas visões de Salles et al (2011) as exportações tanto do papel quanto da celulose são mais sensíveis as variações no produto interno bruto (PIB) nacional que a dos países importadores, o autor observou também que distância não influencia negativamente as exportações da celulose brasileira, mas para a exportação de papel ela é fator de decréscimo. Complementarmente, Khan (1978), citado em Silva (2010), verificou que a proporção do preço externo em relação ao preço doméstico foi negativamente correlacionada com o nível de exportação, enquanto para Bilkey (1982), também citado pelo mesmo autor, essa variável foi positivamente correlacionada com a lucratividade relativa das exportações. Em contraponto, Soares (2010) observou que no Brasil, a falta de financiamentos com taxas de juros compatíveis para a atividade florestal prejudica a produção de celulose e papel, assim como aspectos relacionados a infraestrutura, elevada carga tributária e barreiras à exportação.

Com relação ao comércio exterior do segmento de papel e celulose brasileiro, as exportações de celulose na média do período de 2011 a 2015, atingiram um montante superior aos US\$ 5,1 bilhões, as importações chegaram aos US\$ 346,7 milhões. Isoladamente, o papel, no mesmo período, gerou uma receita anual média de US\$ 2,0 bilhões com as exportações, e um dispêndio monetário de US\$ 1,4 bilhões com as importações (AGROSTAT, 2016).

Inegavelmente, a comercialização de papel traz em si uma agregação de valor maior, com benefícios financeiros generalizados pelas cadeias produtivas, tornando mais atrativa a participação do investidor, cuja análise extrapola a demanda local e favorece, ceteris paribus, a atratividade do mercado de ações. A celulose, matéria prima utilizada na fabricação de papel, possui menor valor agregado, porém a capacidade de expansão da indústria nacional da celulose evidencia sua atratividade. Um outro fator a ser considerado na ótica do investidor, se estabelece com as observações sobre o crescimento, a internacionalização e os avanços tecnológicos apresentados pelo segmento de papel e celulose na última década.

Nesse contexto, este trabalho pretende investigar os resultados econômicos de sete empresas do segmento de papel e celulose, analisando quocientes de financiamento e de retorno,

considerando o período 2011 a 2015. Para esse fim, foram selecionadas as sete empresas de capital aberto do segmento. A hipótese fundamental está alicerçada na premissa de que o segmento de papel e celulose foi afetado negativamente pelas crises e incertezas macroeconômicas, impactando, consequentemente, no resultado financeiro das empresas. Na organização do texto, três seções estão presentes: a primeira, a apresentação dos materiais e métodos, na segunda a apresentação dos resultados, e na terceira, as conclusões.

2. Metodologia

A análise financeira dos índices das empresas do segmento de papel e celulose, teve como parâmetros as informações da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e os balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado do exercício, notas explicativas, demonstrações de valor adicionado e relatórios de administração das empresas investigadas. A escolha das empresas foi devido a disponibilidade de dados e contemplou as sete empresas de capital aberto do segmento: Celulose Irani S/A, CIA Melhoramentos de São Paulo, Fibria S/A, Klabin S/A, Santher – Fábrica de Papel Santa Therezinha S/A, Suzano Holding S/A e Suzano Papel S/A.

Pesquisa exploratória, com uso da estatística descritiva, as informações financeiras foram deflacionadas pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), o qual registra a variação de preços das matérias primas agrícolas e industriais, bem como a de bens e serviços finais, disponíveis no mercado interno, incluindo os importados.

O período selecionado, de 2011 a 2015, contemplou importantes transformações macroeconômicas. No âmbito mundial, o acirramento da crise internacional afetou a evolução do comércio entre as nações, impactando negativamente no preço das commodities. Internamente, a redução das vendas externas, a valorização da moeda nacional, o aumento das importações, acrescidas dos desequilíbrios macroeconômicos do setor público e do aumento no consumo das famílias, delinearão graves impactos na formação do produto nacional, com reflexos em diversos setores da economia.

Foram selecionados sete índices divididos em dois grupos: o primeiro, os índices de rentabilidade e risco: margem líquida, retorno sobre o investimento, retorno sobre o patrimônio líquido e o termômetro de Kanitz; e o segundo, os índices da situação econômico-financeira, as decisões de financiamento: alavancagem financeira, alavancagem operacional e endividamento.

Os resultados obtidos dos oito índices foram divididos em cinco quadrantes que apresentam as posições de cada uma das sete empresas com relação à média do segmento. Sendo classificadas da pior para a melhor em: muito ruim, ruim, moderado, bom e ótimo. Os quadrantes representam como foi realidade do segmento no período baseado no desempenho individual de cada uma das empresas, possibilitando a comparação dos resultados de cada empresa com relação as outras empresas do segmento.

Na estruturação dos índices de retorno financeiro e risco:

a) Margem Líquida: revela a proporção relativa de lucro em relação ao faturamento, é a diferença entre a receita e os custos diretos e indiretos, necessário para o desenvolvimento das atividades. Esse indicador demonstra o percentual de vendas que resultou em lucro líquido para a empresa, quanto maior a margem líquida maior será o lucro líquido, aumentando o retorno para o investidor. A margem líquida pode ser definida pela seguinte fórmula:

$$ML = (LL + DF)/VL$$

em que: ML a Margem Líquida (%), LL o lucro líquido (R\$ 1,00), DF as despesas financeiras e VL as vendas líquidas (R\$ 1,00).

b) Retorno Sobre o Investimento (ROI): aponta o retorno, o lucro operacional, obtido com os investimentos da empresa, seja de capital próprio ou de terceiros, o índice aponta o êxito econômico da empresa num contexto de aplicação de capitais. Como medida de referência ao ROI foi utilizada a Taxa Mínima de Atratividade (TMA), que é a taxa dos ativos livres de riscos da economia, definida com base no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), que na média do período de análise foi de 10,48%. Caso o indicador for maior, o acionista terá um retorno maior investindo na empresa do que na TMA, indicando que o investimento é atrativo, se o ROI for menor que a TMA, uma estratégia de desinvestimento pode ser apropriada. O ROI pode ser obtido dessa forma:

$$ROI = (LL + DF)/INV$$

em que: ROI o Retorno sobre o Investimento (%), LL o lucro líquido (R\$ 1,00), DF as despesas financeiras (R\$ 1,00) e INV o investimento (R\$ 1,00).

c) Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RsPL): caracteriza a rentabilidade de uma empresa ao sinalizar o quanto de lucro foi obtido com os recursos aplicados pelos acionistas, indica quanto o acionista tem de retorno para cada R\$ 1,00 investido na empresa. Assim como o ROI, o RsPL usa como referência a TMA. O RsPL pode ser calculado conforme a seguinte formula:

$$RsPL = LL/(PL - LL)$$

em que: RsPL o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (%), LL o lucro líquido (R\$ 1,00) e PL o patrimônio líquido (R\$ 1,00).

d) Termômetro de Kanitz: é um instrumento utilizado para prever a possibilidade de falência de empresas. Se o resultado (FI) se situar abaixo de -3, indica que a empresa se encontra numa situação que poderá levá-la a falência, entre -3 e 0 é uma área de penumbra, quanto menor este valor, maior o risco, valores acima de zero, indicam que não haverá razão para a administração se preocupar a curto prazo, é um importante indicador de risco para os investidores. O cálculo segundo Neto *et al* (2006) é uma média ponderada entre os indicadores RsPL (item c), liquidez corrente (LC), liquidez seca (LS), liquidez geral (LG) e endividamento (item g). A LC indica para cada R\$ 1,00 em dividas quanto a empresa tem de recursos disponíveis para pagar todas as suas obrigações de curto prazo, a LS é igual a LC, com exclusão dos valores dos estoques e a LG considera a situação da empresa no longo prazo, incluindo nos cálculos os realizáveis e exigíveis a longo prazo. O termômetro de Kanitz pode ser obtido com a seguinte fórmula:

$$FI = (0,05xRsPL) + (1,65xLG) + (3,55xLS) - (1,06xLC) + (0,33xGE)$$

em que: FI o fator de insolvência, RsPL o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (%), LG a liquidez geral (R\$ 1,00), LS a liquidez seca (R\$ 1,00), LC a liquidez corrente (R\$ 1,00) e GE o Grau de Endividamento (R\$ 1,00).

Na estruturação dos índices de financiamento:

e) Grau de Alavancagem Financeira (GAF): representa a capacidade que a empresa possui em utilizar os custos financeiros, capitais e juros, para ampliar a rentabilidade do capital próprio ou dos acionistas, ou seja, promover aumento no lucro líquido através do emprego de financiamentos. A alavancagem pode trazer riscos para a empresa e para os investidores caso a empresa não faça um uso eficiente do capital, acima dos seus custos. O resultado do índice mostra quanto variou no lucro líquido para cada 1% de aumento no resultado operacional. O GAF pode ser obtido com o seguinte cálculo:

$$GAF = RsPL/RSA$$

em que: GAF o Grau de Alavancagem Financeira (%), RsPL o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (%) e RSA o Retorno Sobre o Ativo (%).

f) Grau de Alavancagem Operacional (GAO): entendida como a capacidade de utilizar os custos operacionais fixos no fluxo de caixa de uma empresa para melhorar os efeitos das vendas sobre os lucros, ou seja, o desenvolvimento da atividade operacional como mecanismo de aumento de lucros, segundo Monobe (1976) citado em Guerra *et al* (2007) quando uma empresa opera próxima do ponto de equilíbrio, pequenos acréscimos percentuais nas vendas provocam grandes aumentos nos lucros, tornando o GAO alto e decrescente a medida que se afasta do ponto de equilíbrio, porém se o GAO for negativo, a empresa estará abaixo do ponto de equilíbrio. O resultado indica para cada 1% de aumento nas vendas, quanto aumenta nos resultados da empresa. O GAO é estruturado conforme a seguinte formula:

$$GAO = \Delta LOP / \Delta VAt$$

em que: GAO o Grau de Alavancagem Operacional (%), ΔLOP a variação do lucro operacional do período (%) e ΔVAt a variação no volume de atividade (%).

g) Endividamento: estabelece a magnitude da participação do capital de terceiros no patrimônio da empresa, ou seja, quanto à empresa tem de capital de terceiros para cada R\$ 1,00 de capital próprio, valores acima de R\$ 1,00 podem indicar excesso de endividamento da empresa. Quanto mais capital de terceiros na empresa, maior a alavancagem financeira, o que amplia os riscos e retornos em potenciais. Quanto menor o índice, menor a participação externa e o risco da empresa. O cálculo do indicador pode ser operacionalizado dessa forma:

$$GE = CT/PL$$

em que: GE o Grau de Endividamento (R\$ 1,00), CT o Capital de Terceiros (R\$ 1,00) e PL o Patrimônio Líquido (R\$ 1,00).

3. Resultados

Os índices de rentabilidade e risco compreendem indicadores da situação financeira da empresa, em termos de retorno, solvência e margem. Rentabilidade e risco estão ligados, sendo que empresas com menores retornos tem uma maior probabilidade de falir, pois a empresa precisa de estrutura para suportar os prejuízos, muitas vezes tendo de recorrer as fontes de financiamentos. Já os índices de financiamento compreendem indicadores da estrutura patrimonial da empresa e a forma como utiliza o capital de terceiros na geração de lucros. Quando uma empresa recorre à financiamentos para se alavancar, a administração deve fazer uso eficiente dos recursos, caso o retorno do capital seja menor que seus custos, pode ser necessário mais recursos para pagar as dívidas, o que pode levar a sua falência.

3.1. Índices de retorno financeiro e risco:

A média do segmento para a Margem Líquida (tabela 1), que serve para comparar a eficiência de como as empresas usam as receitas e os custos na geração de lucros, servindo como uma medida de desempenho para o investidor, comparando os resultados individuais com relação à média, durante o período de 2011 a 2015 atingiu 20,05%. O pior resultado verificado foi da empresa Cia Melhoramentos que obteve o valor médio de 0,12% durante o período, valor esse muito inferior à média do setor, tendo o valor mais baixo do segmento em 2015, devido ao Lucro Líquido (LL) de 2015 ter sido negativo em R\$ -93.191,40 e da Receita de Vendas (RV) de 2015 ter sido 148,71% menor que do ano anterior, reduzindo o valor médio do indicador na empresa. O melhor resultado verificado foi da Klabin S/A, que obteve a média de 38,01%, ficando com o valor mais alto no índice nos anos de 2012, 2014 e 2015, o resultado foi devido a RV e da soma do LL com as despesas financeiras terem aumentado durante o período, o que

tornou o indicador mais alto que das demais empresas do segmento. O desvio padrão médio das sete empresas atingiu 10,89% e a taxa média de crescimento do último período em relação ao primeiro foi de -18,74%, o valor esse negativo devido ao resultado da Cia Melhoramentos no último ter sido negativa em -51,09%, deixando o valor negativo.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ 8,21%	≤ 18,60%	≤ 22,08%	≤ 27,90%	> 27,90%
Cia Melhoramentos	Irani S/A		Fibria S/A	Klabin S/A
Santher S/A			Suzano Holding	
			Suzano P&C S/A	

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 1. Margem líquida das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Analizando resultados médios, a Cia Melhoramentos obteve uma margem líquida de 0,12% no período, o menor valor verificado de -51,09% no ano de 2015 e o maior de 21,99% em 2014. A Fibria S/A alcançou 25,27%, com o fundo de 16,69% em 2011 e o topo de 42,30% em 2015. O resultado da Irani S/A foi de 16,35% com pior resultado de 1,94% em 2011 e o melhor de 23,17% em 2013. A Klabin S/A atingiu 38,01% com o vale de 26,47% em 2011 e o pico de 55,59% em 2015. Na Santher S/A se verificou 8,01%, com o menor valor de 5,46% em 2012 e o maior de 11,09% em 2015. A Suzano Holding S/A obteve 25,58%, com o índice mais baixo de 18,32% em 2012 e mais alto de 37,74% em 2015. A Suzano Papel e Celulose S/A evidenciou 26,99% no período com o pior resultado de 19,72% em 2012 e o melhor de 37,05% em 2015.

No caso do indicador Retorno Sobre o Investimento (tabela 2), a média no segmento durante o período de 2011 a 2015 foi de 7,84%, valor esse abaixo da Taxa Mínima de Atratividade (TMA), que na média atingiu 10,48%, indicando que no período a empresa não foi uma aplicação atrativa para os investidores, pois o retorno seria maior com menor risco na TMA. O pior resultado foi da empresa Cia Melhoramentos com o valor médio de 0,42%, o valor mais baixo do segmento em todos os períodos, ocasionado pelo Lucro Líquido (LL) médio de R\$ -12.823,00, as Despesas Financeiras (DF) foram positivas em R\$ 22.776,33, sendo que o investimento médio alcançou R\$ 1.877.182,81, fazendo com que o ROI da empresa ficasse abaixo da média, cabendo destacar que em 2015 o LL foi negativo em R\$ 93.191,40. O melhor resultado verificado foi da Santher S/A, com a média de 14,54%, tendo apresentado os maiores valores do índice em 2011, 2013, 2014 e 2015. O resultado superior ao das outras empresas teve como origem o valor das DF positivas em R\$ 151.950,17, compensando o LL negativo de R\$ -33.595,03, com investimento médio de R\$ 818.402,42. O desvio padrão médio das sete empresas foi de 3,74% e a taxa média de crescimento negativa em -13,61% ao longo dos anos.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ 3,72%	≤ 5,94%	≤ 8,68%	≤ 11,03%	> 11,03%
Cia Melhoramentos		Fibria S/A	Klabin S/A	Santher S/A
		Irani S/A		
		Suzano Holding		
		Suzano P&C S/A		

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 2. Retorno sobre o investimento das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Em termos de valores médios, a Cia Melhoramentos obteve um ROI de 0,42% no período, sendo que o menor valor verificado foi de -4,03% no ano de 2015 e o maior foi de 3,82% em 2014. A Fibria S/A alcançou 7,43%, com o fundo de 3,61% em 2011 e o topo de 15,48% em 2015. O resultado da Irani S/A foi de 7,51% com pior resultado de 0,85% em 2011 e o melhor de 10,08% em 2014. A Klabin S/A atingiu 10,46% com o vale de 8,78% em 2011 e o pico de 12,57% em 2015. Na Santher S/A totalizou 14,54%, com o menor valor de 8,79% em 2012 e o maior de 20,48% em 2015. A Suzano Holding S/A obteve 7,07%, com o índice mais baixo de 3,89% em 2012 e mais alto de 14,39% em 2015. A Suzano Papel e Celulose S/A fez 7,43% no período, com o pior resultado de 4,25% em 2012 e o melhor de 14,26% em 2015.

Sobre a ótica do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (tabela 3), a média no segmento durante o período de 2011 a 2015 foi de -3,61%, indicando que os investidores obtiveram um retorno negativo dos recursos aplicados nas empresas, evidenciando que o resultado dos investidores seria maior caso fosse aplicado na TMA. O pior resultado foi da empresa Santher S/A, com o valor médio de -26,62%, apresentando os valores mais baixos do segmento nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2015. Tecnicamente, os resultados do Patrimônio Líquido (PL) de R\$ 142.980,84 em 2011 e de apenas R\$ 18.411,09 em 2015, contribuíram para o quociente. O RsPL foi positivo apenas em 2014, ano em que o Lucro Líquido (LL) foi positivo. O melhor resultado verificado foi da Irani S/A, com a média de 7,20%, em função do resultado superior ao das outras empresas no PL e LL, com saldos positivos ao longo de todos os anos. O desvio padrão médio das sete empresas foi de 10,90% e a taxa média de crescimento foi de -134,86% no período, ou seja houve um decréscimo do indicador ao longo do tempo nas empresas do segmento.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ -9,73%	≤ -2,09%	≤ 0,22%	≤ 4,04%	> 4,04%
Santher S/A	Fibria S/A Suzano Holding Suzano P&C S/A	Cia Melhoramentos	Klabin S/A	Irani S/A

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 3. Retorno sobre o patrimônio líquido das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Considerando a média dos resultados, a Cia Melhoramentos obteve um RsPL de -1,40% no período, sendo o menor valor de -10,31% no ano de 2015 e o maior de 4,26% em 2014. A Fibria S/A alcançou -2,42%, com o fundo de -7,09% em 2011 e o topo de 2,86% em 2015. O resultado da Irani S/A foi de 7,20% com pior resultado de 0,12% em 2015 e o melhor de 16,02% em 2013. A Klabin S/A atingiu 3,64% com o vale de -18,97% em 2015 e o pico de 16,11% em 2012. Na Santher S/A logrou -26,61%, com o menor valor de -74,71% em 2015 e o maior de 34,96% em 2014. A Suzano Holding S/A obteve -2,71%, com o índice mais baixo de -8,31% em 2015 e mais alto de 0,40% em 2012. A Suzano Papel e Celulose S/A evidenciou -2,99% no período com o pior resultado de -9,15% em 2015 e o melhor de 0,31% em 2011.

No caso do indicador de risco Termômetro de Kanitz (tabela 4), a média do segmento durante o período de 2011 a 2015 foi de 2,82, apontando que no geral as empresas do setor não apresentam risco de falência a curto prazo, indicando que o risco de insolvência no segmento de Papel e Celulose foi baixo. O pior resultado verificado foi da empresa Santher S/A com o valor médio de -5,7, acusando o valor mais baixo em todos os períodos analisados, indicando que a empresa apresentou um risco muito grande de falência a curto prazo, em função dos índices terem sido desfavoráveis para a empresa, com retornos negativos (tabela 3), o endividamento alto (tabela 8), a liquidez corrente (LC) média do período de R\$ 0,72, a liquidez seca (LS) de R\$ 0,52 e a liquidez geral (LG) de R\$ 0,50. O melhor resultado verificado foi da

Klabin S/A, com a média de 6,4 no período, apresentando os valores mais altos do índice em 2012, 2013, 2014 e 2015, o bom desempenho médio no período da rentabilidade (tabela 3), do endividamento (tabela 8), e dos indicadores de liquidez, com LC média de R\$ 2,64, a LS de R\$ 2,38 e a LG de R\$ 0,86, indicando que não houve risco de falta de recursos a curto prazo. Adicionalmente, o desvio padrão médio das sete empresas no termômetro de Kanitz foi de 1,90 e a taxa média de crescimento de 11,33%, indicando que no geral as empresas ficaram mais solventes.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ 1,67	≤ 2,84	≤ 4,27	≤ 5,68	> 5,68
Santher S/A	Cia Melhoramentos Irani S/A		Fibria S/A Suzano Holding Suzano P&C S/A	Klabin S/A

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 4. Termômetro de kanitz das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Em termos de valores médios, a Cia Melhoramentos obteve 2,5 no termômetro de Kanitz, com menor valor de 1,7 no ano de 2012 e maior foi de 4,3 em 2014, a liquidez corrente (LC) atingiu R\$ 1,31, a liquidez seca (LS) R\$ 1,06 e a liquidez geral (LG) R\$ 0,27. A Fibria S/A alcançou 4,4 com o fundo de 3,3 em 2014 e topo de 5,9 em 2012, o índice de LC atingiu R\$ 1,99, a LS R\$ 1,49 e a LG R\$ 0,95. O resultado da Irani S/A foi de 2,3, com pior resultado de 1,7 em 2015 e o melhor de 3,0 em 2012, o índice de LC totalizou R\$ 1,08, a LS R\$ 0,90 e a LG R\$ 0,61. A Klabin S/A atingiu 6,4, com o vale de 5,3 em 2011 e pico de 7,8 em 2015, o índice de LC somou R\$ 2,64, a LS R\$ 2,38 e a LG R\$ 0,86. Na Santher S/A fez -5,7, com o menor valor de -19,0 em 2015 e o maior de -0,7 em 2011, o índice de LC ajustou R\$ 0,72, a LS R\$ 0,52 e a LG R\$ 0,50, sendo a única empresa que apresentou risco de falência no segmento. A Suzano Holding S/A obteve 4,9, com o índice mais baixo de 3,8 em 2015 e mais alto de 6,2 em 2013, o índice de LC alcançou R\$ 2,20, a LS R\$ 1,88 e a LG R\$ 0,65. A Suzano Papel e Celulose S/A evidenciou 4,9 com o pior resultado de 3,8 em 2015 e o melhor de 6,2 em 2013, o índice de LC atingiu R\$ 2,18, a LS R\$ 1,86 e a LG R\$ 0,65.

3.2. Índices de financiamento:

O indicador do Grau de Alavancagem Financeira (Tabela 5), com abordagens médias, durante o período de 2011 a 2015 alcançou -20,22%, indicando que as empresas não conseguiram impulsionar o lucro através do uso de financiamentos, o que pode sinalizar maior endividamento e menor rentabilidade, aumentando os riscos das empresas e dos investidores. O pior resultado verificado foi da empresa Santher S/A, com o valor médio de -208,65%, apresentando os valores mais baixos do segmento nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2015. O RsPL foi negativo nos quatro períodos, e positivo apenas em 2014, e o ROI positivo em todos os períodos, explicando os resultados negativos. O melhor resultado foi da Irani S/A, com a média de 120,42%, com valores mais altos em 2011 e 2013, em função dos valores do RsPL e do ROI terem sido positivos durante todos os anos. O desvio padrão médio das sete empresas foi de 106,31% e a taxa média de crescimento foi de -171,01% ao longo dos anos analisados.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ -130,19%	≤ -41,65%	≤ 5,65%	≤ 86,74%	> 86,74%
Santher S/A	Fibria S/A	Suzano Holding Suzano P&C S/A	Cia Melhoramentos Klabin S/A	Irani S/A

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 5. Alavancagem financeira das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Em termos de valores médios, a Cia Melhoramentos obteve um GAF de 41,93% no período, o menor valor verificado atingiu -109,46% no ano de 2013 e o maior 255,72% em 2015. A Fibria S/A alcançou -68,77%, com o fundo de -196,38% em 2011 e topo de 18,52% em 2015. O resultado da Irani S/A foi de 120,42%, com pior resultado de 1,46% em 2015 e melhor de 248,84% em 2011. A Klabin S/A atingiu 41,37% com vale de -150,93% em 2015 e pico de 134,54% em 2012. Na Santher S/A se verificou -208,65%, com o menor valor de -406,43% em 2012 e o maior de 201,06% em 2014. A Suzano Holding S/A obteve -33,58%, com o índice mais baixo de -57,75% em 2015 e mais alto de 6,44% em 2011. A Suzano Papel e Celulose S/A atingiu -34,23%, com o pior resultado de -64,14% em 2015 e o melhor de 4,85% em 2011.

No que tange ao Grau de Alavancagem Operacional (tabela 6), a média no segmento atingiu 160,64%, evidenciando que as empresas conseguiram aumentar o lucro através das atividades operacionais, indicando que as empresas em geral se encontram levemente acima do ponto de equilíbrio, ou seja, obtiveram lucros. O pior resultado no indicador foi da empresa Santher S/A, com o valor médio de -6,84%, apresentando o valor mais baixo do segmento no ano de 2015, originado pelas variações negativas da Receita Líquida (RL) em 2012, e do Resultado Operacional (RO) em 2015. O melhor resultado foi da Fibria S/A, com a média de 406,45%, com o valor mais alto do índice em 2012. O resultado da RL em 2012 obteve uma diferença positiva muito alta, elevando a média, fazendo com que a Fibria S/A tenha ficado acima do ponto de equilíbrio. O desvio padrão médio das sete empresas foi de 339,49% e a taxa média de crescimento foi de -151,73% ao longo dos anos analisados.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
≤ -124,11%	≤ -20,83%	≤ 46,11%	≤ 104,16%	> 104,16%
Fibria S/A		Cia Melhoramentos	Santher S/A	Irani S/A
		Klabin S/A		
		Suzano Holding		
		Suzano P&C S/A		

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 6. Alavancagem operacional das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Considerando a média dos resultados, a Cia Melhoramentos obteve um GAO de -0,17% no período, o menor valor atingiu -48,49% no ano de 2011 e o maior 73,39% em 2015. A Fibria S/A alcançou 406,45%, com o fundo de 66,02% em 2015 e topo de 1430,89% em 2012. A Irani S/A alcançou 196,83%, com pior resultado de -62,71% em 2012 e melhor de 885,38% em 2011. A Klabin S/A atingiu 402,93% com o vale de -591,84% em 2013 e pico de 1283,71% em 2014. O valor da Santher S/A atingiu -6,84%, com o menor valor de -161,04% em 2012 e maior de 98,76% em 2014. A Suzano Holding S/A obteve 65,03%, com o índice mais baixo de -170,57% em 2012 e mais alto de 450,61% em 2013. A Suzano Papel e Celulose S/A evidenciou 60,26%, com o pior resultado de -171,34% em 2012 e o melhor de 428,47% em 2013.

No indicador de Endividamento (tabela 7), índice de quanto menor melhor, a média no segmento durante o período de 2011 a 2015 de R\$ 4,63, isto é, das empresas que têm mais capital de terceiros do que capital próprio, quanto maior o endividamento, maiores as chances da empresa apresentar prejuízo financeiro devido aos juros e os pagamentos das dívidas, constituindo um elevado risco para a empresa e para os investidores. O pior resultado foi da empresa Santher S/A que obteve a média de R\$ 22,94 e ficou com o valor mais alto em todos os períodos analisados, evidenciando que a soma do Passivo Total (PT) com o Passivo Exigível a Longo Prazo (PELP) da empresa apresentou maiores proporções que o Patrimônio Líquido

(PL), que passou de R\$ 142.980,84 em 2011 para R\$ 18.411,09 em 2015, originando um índice extremamente alto. O melhor resultado foi da Cia Melhoramentos, com a média de R\$ 0,91, e valores mais baixos em 2011, 2012 e 2015, devido ao PL ter sido mais expressivo que a soma do PT com o PELP. O desvio padrão médio das sete empresas foi de R\$ 3,69 e a taxa média de crescimento foi de 17,34% no período.

Muito Ruim	Ruim	Moderado	Bom	Ótimo
> R\$ 2,36	≤ R\$ 2,36	≤ R\$ 1,68	≤ R\$ 1,41	≤ R\$ 0,91
Santher S/A	Fibria S/A	Suzano Holding Suzano P&C S/A	Irani S/A Klabin S/A	Cia Melhoramentos

Fonte: Dados da BM&FBovespa e dos balanços contábeis das empresas investigadas (2016).

Tabela 7. Endividamento das empresas divididas em quadrantes de acordo com a média do segmento.

Analisando resultados médios, a Cia Melhoramentos apresentou um endividamento de R\$ 0,91 no período, com o menor valor de R\$ 0,80 no ano de 2012, e maior de R\$ 1,07 em 2015. A Fibria S/A alcançou R\$ 0,93 com o fundo de R\$ 0,75 em 2014 e topo de R\$ 1,30 em 2015. O resultado da Irani S/A foi de R\$ 2,22, com índice mais baixo de R\$ 1,55 em 2012 e mais alto de R\$ 3,18 em 2015. A Klabin S/A atingiu R\$ 2,17 com o vale de R\$ 1,57 em 2011 e pico de R\$ 3,91 em 2015. A Santher S/A atingiu R\$ 22,94, com o menor valor de R\$ 7,09 em 2011 e o maior de R\$ 64,00 em 2015. A Suzano Holding S/A obteve R\$ 1,62, com o índice mais baixo de R\$ 1,31 em 2011 e mais alto de R\$ 2,04 em 2015. A Suzano Papel e Celulose S/A evidenciou R\$ 1,58, com o resultado inferior de R\$ 1,24 em 2011 e o superior de R\$ 2,07 em 2015.

4. Conclusões

O Segmento de papel e celulose não obteve um bom desempenho na maioria dos índices analisados, evidenciando que foi impactado pelas crises e incertezas macroeconômicas. Na análise setorial, os índices decresceram ao longo do tempo, sinalizando piora no desempenho das empresas ao longo dos anos.

Os índices de rentabilidade foram ruins, o ROI foi menor que a TMA, o RsPL do segmento foi negativo, e o Termômetro de Kanitz foi positivo, indicando que apenas uma empresa apresenta risco de falência. Os índices de financiamento não apresentaram resultados satisfatórios, ou seja, o endividamento e a dependência financeira foram elevados, a alavancagem financeira negativa e a alavancagem operacional levemente positiva no segmento.

Referências

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo - SP, v. 39, n. 4, p. 338 - 347, 2004.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PAPEL E CELULOSE (BRACELPA). Dados Estatísticos. Disponível em: < <http://bracelpa.org.br/bra2/?q=node/34> > Acesso em: 30 mai. 2016.

BERGER, R.; SANTOS, A. J.; TIMOFEICZYK JÚNIOR, R.; BITTENCOURT, A. M.; SOUZA, V. S.; EISFELD, C. L. O Efeito do Custo da Terra na Rentabilidade Florestal: Um Estudo de caso para Santa Catarina. Revista Floresta, Curitiba, v. 41, n. 3, p. 599 - 610, 2011.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). Empresas por setor. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm > Acesso em: 30 mai. 2016.

COELHO, M. H.; COELHO, M. R. F. Panorama da Indústria de Celulose e Papel no Brasil: 2001 a 2011, Floresta, Curitiba, v. 43, n. 3, p. 463 - 474, 2013.

COELHO, M. H.; COELHO, M. R. F. Potencialidades Econômicas de Florestas Plantadas de Pinus Elliottii em Pequenas Propriedades Rurais, Revista Paranaense de Desenvolvimento, Curitiba, n. 123, p. 257 - 278, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Demonstrações Fiscais anuais (DFP). Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c>> Acesso em: 30 mai. 2016.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP). v. 1, n. 1, p. 1-23, 2008.

ESTATÍSTICAS DE COMÉRCIO EXTERIOR DO AGRONEGÓCIO BRASILEIRO (AGROSTAT). Exportação e Importação. Disponível em: < <http://indicadores.agricultura.gov.br/agrostat/index.htm> > Acesso em: 30 mai. 2016.

GUERRA, A. R.; ROCHA, W.; CORRAR, L.J. Análise do impacto das variações de receitas nos lucros das empresas com diferentes estruturas de custos. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP). v. 42, n. 2, p. 227-238, 2007.

MARTINS, H. C.; TERRA, P. R. S. Maturidade do endividamento, desenvolvimento financeiro e instituições legais: análise multinível em empresas latino-americanas. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo, v. 50, n. 3, p. 381 - 394, 2015.

MONTEBELLO, A. E. S.; BACHA, C. J. C. Avaliação das pesquisas e inovações tecnológicas ocorridas na silvicultura e na produção industrial de celulose no Brasil. Revista de Economia e Sociologia Rural, Piracicaba-SP, v. 47, n. 2, p. 485 - 517, 2009.

NETO, S. B.; NAGANO, M. S.; MORAES, M. B. C. Utilização de redes neurais artificiais para avaliação socioeconômica: uma aplicação em cooperativas. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo, v.41, n.1, p.59-68, jan./fev./mar. 2006.

PEREIRA, M. A.; SECURATO, J. R.; SOUSA, A. F. Effect of investments on fundamentals and market reaction on pre-operational and operational Brazilian companies for the period 2006-2012. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo, v. 51, n. 1, p. 56 - 71, 2016.

PIMENTEL, R. C. Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 290 - 303, 2015.

SALLES, T. T.; SILVA, M. L.; SOARES, N. S.; MORAES, A. C. Exportação brasileira de papel e celulose: sua dinâmica pela equação gravitacional, Revista Árvore, Viçosa-MG, v. 35, n. 3, p. 573 - 580, 2011.

SILVA, J. C. G. L.; ALMEIDA, A. N.; HILDEBRAND, E.; SAWINSKI, J. J.; LACOWICZ, P. G. Estratégias de Posicionamento no Mercado Internacional das Empresas Brasileiras de Papel e Celulose. Revista Floresta, Curitiba, v. 40, n. 4, p. 801 - 812, 2010.

SOARES, E. R.; GALDI, F. C. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. Revista Contabilidade & Finanças, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 279 - 298, 2011.

SOARES, N. S.; OLIVEIRA, R. J.; CARVALHO, K. H. A.; SILVA, M. L.; JACOVINE, L. A. G.; VALVERDE, S. R. A Cadeia Produtiva da Celulose e do Papel no Brasil. Revista Floresta, Curitiba, v. 40, n. 1, p. 1 - 22, 2010.

SOUZA, V. S.; TIMOFEICZYK JUNIOR, R.; BERGER, R.; SILVA, J. C. G. L.; DELACOTE, P. Rentabilidade Econômica do Arrendamento de Terra para Cultivo de Eucalipto em São Paulo, Revista Floresta e Ambiente, Rio de Janeiro, v. 22, n. 3, p. 345 - 354, 2015.

STROEHER, A. M.; FREITAS, H. O uso das informações contábeis na tomada de decisão em pequenas empresas. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), São Paulo, v.1, n.1, art.7, jan./jun. 2008.

TORRES, C. E.; NEGRO, C.; FUENTE, E.; BLANCO, A. Enzymatic approaches in paper industry for pulp refining and biofilm control. Applied Microbiology and Biotechnology, v. 96, n. 2, p. 327 - 344, 2012.

ZHU, J. Multi-factor Performance Measure Model with Application to Fortune 500 Companies. European Journal of Operational Research. v. 123, n. 1, p. 105-124, 2000.