

APLICAÇÃO DO SISTEMA PALEPU NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR DE ELETRODOMÉSTICOS LISTADAS NA B3

Data de aceite: 02/10/2023

Fernando Diego Trujillo

Mestre em Planejamento e Governança Pública pela UTFPR. Especialista em Finanças e Controladoria pela USP/ESALQ. Bacharel em Economia.

João Paulo Augusto Eça

Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo. Bacharel em Administração e Contabilidade.

RESUMO: No atual cenário, as empresas de capital aberto devem buscar atender às premissas que norteiam a governança corporativa. E um dos pilares fundamentais é a transparência. A partir disso, novas formas e métodos de cálculos de indicadores financeiros são imprescindíveis para uma divulgação mais realista do desempenho econômico e financeiro de uma companhia. E a partir deste entendimento, o presente estudo tem como objetivo, utilizando do método Palepu, realizar o cálculo dos principais direcionadores que compõem as medidas ROE e ROA das quatro empresas do setor de eletrodomésticos listadas em Bolsa de Valores no Brasil [B3], entre os anos de 2017 e 2021 e, apresentar os

resultados dos indicadores de desempenho ROE e ROA. O estudo pode ser classificado como pesquisa qualitativa, de objetivo exploratório. Quanto aos procedimentos técnicos, são bibliográficos e documentais. A partir dos dados coletados dos Demonstrativos Financeiros das empresas avaliadas, possibilitou a realização dos cálculos dos indicadores. O Sistema Palepu, pelo seu modelo de fronteira, corrigiu as anomalias no Sistema DuPont, e assim, permitiu fazer uma análise mais assertiva do desempenho das empresas. O resultado deste estudo demonstra que as empresas analisadas fazem o uso da alavancagem financeira para potencializar o retorno do acionista. Apenas uma empresa conseguiu um ROA médio acima do custo médio de capital. E somente uma empresa, apresentou um ROE médio negativo. As outras duas permaneceram em uma posição de estabilidade.

PALAVRAS-CHAVE: Sistema Palepu; Indicadores Financeiros; Alavancagem.

APPLICATION OF THE PALEPU SYSTEM IN BRAZILIAN COMPANIES IN THE HOME APPLIANCE SECTOR LISTED ON B3

ABSTRACT: In the current scenario, publicly traded companies must seek to meet the assumptions that guide corporate governance. And one of the fundamental pillars is transparency. So, new forms and methods of calculating financial indicators are essential for a more realistic disclosure of a company's economic and financial performance. And based on this understanding, the present study aims, using the Palepu method, to calculate the main drivers that make up the ROE and ROA measures of the four companies in the household appliances sector listed on the Brazilian Stock Exchange [B3], among the years 2017 and 2021 and present the results of the ROE and ROA performance indicators. The study can be classified as qualitative research, with an exploratory objective. As for technical procedures, they are bibliographic and documentary. Based on the data collected from the Financial Statements of the evaluated companies, it made it possible to carry out the calculations of the indicators. The Palepu System, through its frontier model, corrected the anomalies in the DuPont System, thus allowing a more assertive analysis of companies' performance. The result of this study demonstrates that the companies analyzed use financial leverage to enhance shareholder returns. Only one company achieved an average ROA above the average cost of capital. And only one company had a negative average ROE. The other two remained in a position of stability.

KEYWORDS: Palepu System; Financial indicators; Leverage.

INTRODUÇÃO

Em um cenário cada vez mais globalizado e conectado, a velocidade da circulação dos dados entre consumidores, fornecedores, governo, concorrentes, comunidade, e acionistas, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – [IBGC] (2015) vem exigindo das empresas, uma maior acurácia na divulgação das suas informações. E “pari passu” a essa nova realidade, é imprescindível que as companhias estabeleçam as melhores práticas de governança corporativa para a redução de assimetria informacional perante o mercado (Dias et al., 2020; Jacoby et al., 2019).

E para isso, torna-se necessário constituir parâmetros bem definidos relacionadas à transparência (Bastos e Silva, 2018; Vieira e Mendes, 2004), equidade (Aguiar, 2016; Van Buren, 2010), “compliance” (Zaman et al., 2020; Rego, 2010;), “accountability” (Lu e Wang, 2020; Oh et al., 2018). A contabilidade e as finanças estão envolvidas dentro deste escopo.

A adaptação dessas áreas frente a esses novos padrões estabelecidos pelo atual momento, determinam constantes revisões metodológicas, atualizações de normas e, aperfeiçoamento e desenvolvimento de novos indicadores de desempenho econômico e financeiro (Iudícibus, 2021; Pegorini et al., 2015). Trata-se de um esforço para alcançar os preceitos fundamentais da governança.

E os indicadores do desempenho de “performance” das empresas são parte fundamental deste processo de transparência na divulgação de informações ao contribuir,

excepcionalmente, aos acionistas, para uma tomada de decisão mais assertiva e precisa. De acordo com os estudo de Catapan e Colauto (2014), existe uma simbiose entre as práticas de governança corporativa e a melhora dos indicadores de rentabilidade das empresas. Conclusão semelhante foi apresentada por Almeida et al. (2015) e Lemes Junior et al. (2016) que, existe um ciclo virtuoso entre a qualidade das informações, e das práticas gerenciais, com a melhora dos indicadores econômicos, especialmente, o “Return on Equity [ROE]” e o “Return on Assets [ROA]”.

Ademais, diversos autores ensinam que, o objetivo de toda entidade não filantrópica é a maximização da rentabilidade aos seus acionistas, tal qual, compense o custo mínimo de oportunidade do investidor, e um acréscimo de remuneração do risco incorrido na tomada de decisão do empreendimento (Assaf Neto, 2020; Ross et al., 2015; Gitman, 2010). É preciso verificar se a magnitude do lucro auferido pela companhia corresponde às expectativas de ganhos dos “donos do negócio” mediante ao tamanho do investimento realizado (Assaf Neto, 2020). Para isso, é necessário que se conheça qual é a sua rentabilidade (Assaf Neto e Lima, 2019).

Mas antes, como aponta Assaf Neto (2020), um dos aspectos mais relevantes para a análise das demonstrações financeiras – não limitada a apenas do Balanço Patrimonial [BP] – é entender o modelo de negócio da empresa, e o seu mercado de atuação. Por meio deste conhecimento, são quatro as perspectivas para análise da “performance” e dos riscos por meio das demonstrações financeiras.

De acordo com Assaf Neto e Lima (2019) a primeira e a segunda perspectiva versam sobre as características e evolução das decisões de investimento e financiamento. A terceira realiza a análise dos resultados, da rentabilidade e da qualidade das decisões de investimento e financiamento. E por último, o foco se dará nos riscos de curto e longo prazo.

Para a análise da rentabilidade, é fundamental o entendimento do negócio, do mercado, e com um olhar para o terceiro aspecto como pano de fundo. É imprescindível a compreensão do método de cálculo que origina os indicadores ROE e ROA para que se tenha a plena sensibilidade dos “drivers” e parâmetros que podem influenciar o desempenho de uma empresa (Gitman, 2010).

Durante muitos anos, o Sistema DuPont é utilizado no mercado como a principal referência de cálculo para a formulação do indicador ROE e ROA (Martins et al., 2020). Contudo, os autores Palepu e Healy (2018), em sua obra: “Análise e avaliação de empresas: decisões e valuation usando demonstrativos financeiros” criaram um modelo de fronteira. Os autores desenvolveram uma nova abordagem acerca da metodologia que produz vida aos indicadores ROE e ROA, resultando em uma reestruturação dos “drivers” que compõem essa métrica, por meio de uma adaptação da decomposição matemática.

O método consiste na modificação da forma de cálculo da Margem e da Alacancagem Financeira. Ao contrário do Sistema DuPont – que trabalha com a Margem

Líquida – a metodologia de Palepu estruturou a Margem de Lucro Operacional Ajustada que é a relação entre o Lucro Operacional Ajustado (que pertence ao credor e acionista) e a Receita. Os autores compreendem que, desta forma, há uma melhor compreensão da distribuição dos resultados das atividades da companhia para a remuneração de todas as fontes de financiamento onerosos. E outra contribuição importante foi o desmembramento da composição financeira da fórmula em: Alavancagem da Estrutura de Capital [AEC] e Alavancagem do Lucro Líquido [ALL], possibilitando, de maneira mais clara, compreender sobre o quanto a alavancagem financeira da companhia é favorável, e qual é o limite de uso rentável para o acionista.

Poucos estudos bibliográficos sobre essa nova abordagem estão disponíveis nos principais bancos de dados de literatura acadêmica no Brasil. Partindo dessa observação, o presente estudo justifica-se ao fornecer um trabalho cujo objetivo é, pelo método Palepu, realizar o cálculo dos principais direcionadores que compõem as medidas ROE e ROA das quatro empresas do setor de eletrodomésticos listadas em Bolsa de Valores no Brasil [B3], entre os anos de 2017 e 2021 e, apresentar os resultados dos indicadores de desempenho ROE e ROA.

MATERIAL E MÉTODOS

Para realização deste estudo, foram selecionadas as empresas do setor eletrodomésticos listadas na bolsa de valores brasileira (B3). Para identificação das empresas do segmento de eletrodomésticos, foi realizada uma consulta no endereço eletrônico disponível pela B3 em agosto de 2022. O resultado trazido na busca foi: i) Magazine Luiza S.A; ii) Whirlpool S.A; iii) Allied Tecnologia S.A; iv) Via Varejo S.A. São duas empresas de varejo (Magazine Luiza S.A e Via Varejo S.A), uma distribuidora varejista (Allied Tecnologia S.A), e a outra, fabricante de eletrodomésticos (Whirlpool S.A).

Sobre o período escolhido para este estudo (2017-2021), trata-se da ordem cronológica dos acontecimentos mais atuais sobre a volatilidade política, tentativa de estabilização econômica e crise sanitária. São fenômenos que provocam influências nas tomadas de decisão por parte dos gestores. Os cinco anos (2017-2021) estabelecidos por este estudo, foram de eventos marcantes dentro do cenário político e econômico nacional.

A essência deste trabalho está no cálculo e apresentação dos indicadores de rentabilidade ROE e ROA pelo Sistema Palepu. O método demonstrado serve de balizador para a melhor compreensão sobre determinados fatores e resultados, contudo, é necessário, antes, compreender a lógica por detrás do Sistema DuPont.

A decomposição matemática que origina os indicadores ROE e ROA é chamada de Sistema DuPont, em homenagem à “DuPont Corporation”, que disseminou o seu uso (Ross et al., 2015). Os estudos de Johnson e Kaplan (1996) mostram que a empresa combinou os indicadores “margem de lucro” e “giro de ativo”, que antes eram separadas pelas firmas

de uma única atividade. Com essa junção, permitiu-se as firmas de múltiplas atividades analisarem o seu desempenho.

De acordo com Gitman (2010) o Sistema DuPont une a demonstração de resultados do exercício e o balanço patrimonial para o cálculo dessas duas medidas de rentabilidade. Na visão de Ludícibus (2017) este método permite identificar quais são os motivos que podem influenciar o desempenho da empresa.

Segundo Ross et al. (2015) o ROE é uma verdadeira medida do desempenho do lucro em um determinado período. Trata-se de um retorno sobre o Patrimônio Líquido. De acordo com os mesmo autores, a ROA é uma medida do lucro por real em ativos, na mesma escala temporal. A diferença entre essas duas medidas é a alavancagem financeira (o uso de dívida no financiamento dos ativos).

Conforme Gitman (2010) elucida, o Sistema DuPont decompõe o ROE em três “drivers”: i) Margem Líquida – Lucro Líquido sobre Receita; ii) Giro dos Ativos – Receita sobre Ativo; iii) Alavancagem Financeira – Ativo sobre o Patrimônio Líquido. Ainda, segundo o autor, as duas primeiras composições da fórmula remetem a estrutura operacional do indicador e que essas, devem ser multiplicadas pela alavancagem financeira. Com isto, chegar-se em que o ROE é o Lucro Líquido sobre o Patrimônio Líquido.

Essa é uma vantagem do ROE. Quando se realiza a sua decomposição, é possível verificar, de forma unitária, os parâmetros que a compõem, e diante disso, visualiza-se de maneira mais precisa, como os retornos são afetados mediante a fatores isolados ou combinados (margem de lucro, giro do ativo, alavancagem, “spread”, entre outros), e a partir destes resultados, consegue-se ponderar o peso de influência dos mesmos sobre esses retornos (Soares e Galdi, 2011).

Contudo, autores como Martins et al. (2020) e Ross et al. (2015) compreendem que, o Sistema DuPont apresenta problemas na sua estrutura operacional e financeira. A começar pelo ROE na fórmula de DuPont, esta é representada por:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita}} \times \frac{\text{Receita}}{\text{Ativo}} \times \frac{\text{Ativo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (1)$$

Contudo, ao cancelar a Receita pela Receita (Margem e Giro), chega-se na ROA:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita}} \times \frac{\text{Receita}}{\text{Ativo}} \quad (2)$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \quad (3)$$

Quando há esse arranjo, tem-se a ROA. No entanto, há uma observação que deve ser mencionada. Nessa composição, o lucro do acionista está sendo dividido pelo Ativo, que é financiado por terceiros e pelo sócio. Para isso, a ROA deve ser ajustada, ficando:

$$ROA_{aj} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo}} \quad (4)$$

O ROE é uma medida de valor à vista, sendo a melhor que existe, pode ser calculado quando há o cancelamento da Receita e Ativo da fórmula. Nesta estrutura, leva-se em consideração, a alavancagem financeira. Dessa forma:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (5)$$

Ou seja, o lucro que, de fato, pertence ao sócio, dividido pelo investimento dele. Agora, quando se observa a alavancagem financeira no Sistema de DuPont, está mostrando a estrutura de capital (quanto vem de terceiros e de acionistas). No entanto, de acordo com Martins et al. (2020) e Assaf Neto (2020), o aumento do endividamento não pode ser eterno, mesmo sendo um recurso menos oneroso do que o do acionista.

E esse é o limite dessa fórmula, ou seja, ela mostra a estrutura de capital, mas não exhibe o custo de capital e o teto para tomada de recursos de terceiros. Durante muitos anos, o Sistema DuPont é utilizado no mercado como a principal referência de cálculo para a formulação do indicador ROE e ROA. Contudo, os autores Palepu e Healy (2018), desenvolveram uma nova abordagem acerca da metodologia que produz vida aos indicadores ROE e ROA, resultando em uma reestruturação dessa métrica. O Sistema Palepu utiliza da mesma estrutura de direcionadores da fórmula de Dupont, seguindo deste modo:

$$ROE = \text{Margem} \times \text{Giro} \times \text{Alavancagem Financeira} \quad (6)$$

Contudo, a Margem deixa de ser líquida. Neste caso, se transforma em Margem de Lucro Operacional Ajustada [MG LOA]. A estrutura da MG LOA tem o aspecto representado pela fórmula abaixo:

$$MG\ LOA = \frac{LOA}{Receita} \quad (7)$$

O Giro permanece com a mesma estrutura:

$$\text{Giro} = \frac{\text{Receita}}{\text{Ativo}} \quad (8)$$

Com isso, a parte operacional modificada fica:

$$\text{Operacional} = \frac{LOA}{Receita} \times \frac{\text{Receita}}{\text{Ativo}} \quad (9)$$

Para encontrar a LOA, de forma genérica, deve-se olhar a demonstração financeira do fim para o início, ou seja, partindo como primeira rubrica, o Lucro Líquido [LL]. Portanto, o que “sobra” para os credores e acionistas é o Lucro Operacional mais a Receita Financeira

menos o Imposto de Renda [IR] e Contribuição Social do Lucro Líquido [CSLL]. E assim, na ausência de Alavancagem Financeira, o ROA é igual ao ROE.

$$\text{LOA} = \text{Lucro Operacional} + \text{Receita Financeira} - \text{IR/CSLL} \quad (10)$$

Sendo assim, a LOA é o lucro do credor e do acionista. Analisando de outra forma, pode-se compreender que a LOA é o Lucro Líquido somado das Despesas Financeiras Líquidas. A partir desta observação, tem-se que:

$$\text{LOA} = \text{Lucro Líquido} + \text{Despesas Financeiras Líquidas (líquidas de tributos)} \quad (11)$$

Onde o Lucro Líquido pertence aos acionistas. E as Despesas Financeiras Líquidas pertence ao credor. Com isto, chega-se à conclusão de que, a LOA é o lucro dos investidores (credores e acionistas). Para o cálculo da Despesa Financeira Líquida, pode ser:

$$\text{Despesa Financeira Líquida} = \text{Despesa Financeira} \times 0,66 \text{ (1-34\% do IR)} \quad (12)$$

Em síntese, a LOA pode ser considerada como “Net Operating Profit After Taxes [NOPAT]” Amplo. Na ausência de alavancagem, o LOA é igual ao Lucro Líquido. Para analisar a LOA, deve-se observar os resultados de seus três principais elementos: i) o “Earning Before Interest and Taxes [EBIT]”; ii) a Alíquota efetiva do IR e CSLL; iii) e a Receita Financeira. Ou de outro modo, olhar para o Lucro Líquido e as Despesas Financeiras e as alíquotas efetivas. Nesta etapa, ao olhar a estrutura de alavancagem financeira, a fórmula de DuPont diz:

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Ativo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (13)$$

No entanto, Palepu desmembrou em dois na composição financeira da fórmula. Com isso, criou-se a Alavancagem de Estrutura de Capital [AEC], que permanece com a mesma expressão:

$$\text{AEC} = \frac{\text{Ativo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (14)$$

A título de exemplo, considera-se que, o Ativo [AT] resultou em um valor de 200, e o Patrimônio Líquido [PL] em 100. Assim sendo, considera-se a seguinte situação:

$$\text{AEC} = \frac{200}{100} = 2,0 \quad (15)$$

Onde o Patrimônio Líquido representa 50% do Ativo inteiro. Isso significa que, 50% dos Ativos vêm dos sócios. A segunda parte da estrutura de alavancagem financeira é a Alavancagem do Lucro Líquido [ALL]. E esta é composta pela fórmula:

$$ALL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Lucro Operacional Ajustado}} \quad (16)$$

Para um melhor entendimento, será realizado um outro exemplo. Suponha que o Lucro Líquido tenha resultado em um valor de 90. E que o Lucro Operacional Ajustado tenha auferido um valor de 100. Desta forma, o cálculo seria:

$$ALL = \frac{90}{100} = 0,9 \quad (17)$$

O resultado acima mostra que 90% do Lucro Operacional Ajustado ficam com os sócios. Portanto, a conclusão destes exemplos demonstra que, o acionista financia 50% dos Ativos, e ficam com 90% do lucro que esses Ativos geram. Sempre que o percentual da ALL for maior do que a da AEC, a alavancagem financeira é favorável.

Por meio desta conclusão, indaga-se a seguinte questão: qual é o limite do uso rentável dos recursos para o acionista? Quando os dois valores se igualarem. Ou seja, na ausência de alavancagem financeira, o ROE é igual ao ROA. Com isso, a fórmula do ROE pelo Sistema Palepu é estruturada pela seguinte expressão:

$$ROE = \frac{LOA}{Receita} \times \frac{Receita}{Ativo} \times \frac{Ativo}{\text{Patrimônio Líquido}} \times \frac{LL}{LOA} \quad (18)$$

E fazendo as deduções dessa fórmula, chega-se ao ROE:

$$ROE = \frac{LL}{PL} \quad (19)$$

Desse modo, para calcular os indicadores ROE e ROA das quatro empresas do setor de eletrodoméstico listadas na “B3” entre os anos de 2017 e 2021, a Tabela 1 indica a rota indicada. A partir do resultado de cada direcionador e indicador calculado, realizou-se as análises de desempenho e comparação entre as companhias avaliadas.

Mg LOA	Giro	AEC	ALL	ROE	ROA
LOA+Receita	Receita+Ativo	Ativo+PL	LL+LOA	LL+PL	LOA+Ativo

Tabela 1. Estrutura do ROE e ROA do Sistema Palepu

Fonte: Dados originais da pesquisa

Os autores capturaram o Sistema de DuPont e refizeram a decomposição matemática de forma adaptada. E conforme as expressões apresentadas na tabela 1, a estrutura dos “drivers” e a composição das fórmulas foram aplicadas para o cálculo do desempenho da rentabilidade das quatro companhias avaliadas, para cada ano observado.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Breve panorama econômico entre os anos de 2017 e 2021

De acordo com Horta e Giambiagi (2018), após o biênio 2015-2016 ser caracterizado pela forte recessão, o ano de 2017 marcou o início da recuperação econômica. Fato este pode ser observado pelo aumento do consumo das famílias em 1,0%, e que espelhou o crescimento do Produto Interno Bruto [PIB], na ordem de 1,0% com alta nos quatro trimestres do ano.

Os autores compreendem que o aumento do consumo das famílias refletiu a recuperação do mercado de trabalho, em conjunto com à melhoria nas condições do crédito. A soma desses fatores representou um aumento dos índices de confiança do consumidor para o ano de 2017.

Pelo lado da oferta, ao reparar o desempenho da indústria, a mesma apresentou estabilidade. Quando se observa o ano de 2018, tomando emprestado as referências utilizadas no Demonstrativo Financeiro da empresa Whirlpool S.A publicada ao final do período, o PIB apresentou um crescimento de 1,1%, com a inflação ficando abaixo do centro da meta (4,5%), atingindo 3,75%.

O ano de 2019 começou com um novo governo, reformista, com foco em medidas que estimulariam o investimento privado a fim de promover a produtividade (Cavalcanti et al., 2022). Ainda, segundo os autores, um conjunto de ações foram tomadas que configurou em uma trajetória de crescimento com sinais de aceleração.

O período seguinte, ficou caracterizado pela pandemia do "Coronavírus [SARS – COVID 19]". Devido às incertezas da disseminação, contágio e letalidade da doença, houve a suspensão de boa parte da atividade econômica, em específico, comércios e serviços. E naturalmente, a paralisação de parte do setor industrial (Júnior et al., 2020).

Pela diminuição de velocidade da atividade econômica, o Banco Central do Brasil, dentre outras medidas, reduziu a taxa de juros ao menor patamar da história brasileira, alcançando 2,0%, no intuito de estimular o crédito para investimento (Júnior et al., 2020).

Contudo, o ano de 2021 sofreu com o efeito inflacionário (Cavalcanti et al., 2022). E para conter essa implicação, o Banco Central do Brasil [BACEN]¹ elevou à Taxa SELIC, terminando o ano com uma taxa de 10,75% para uma inflação anual de 10,06% - considerada a maior taxa acumulada desde o ano de 2015, de acordo com os dados oficiais publicados².

Portanto, este trabalho, em certa medida, aborda esses elementos exógenos que afetam o desempenho da indústria, excepcionalmente, o setor de eletrodomésticos.

Sistema Palepu – aplicação do modelo

Para que se inicie o cálculo das medidas de desempenho ROE e ROA pelo Sistema

¹ Para saber sobre o histórico da taxa de juros, ver: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>

² Sobre os dados da inflação anual no Brasil em 2021: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplio.html?=&t=destaques>>

Palepu, antes, é preciso compreender as variáveis presentes no modelo. A tabela 2 apresenta a segmentação da estrutura que compõem a LOA em: EBIT, Margem EBIT – que é a razão percentual entre o EBIT e a Receita Líquida de Vendas, ou seja, o quanto o EBIT representa (em percentual) do total de Receita Líquida de Vendas – e a variação da Margem EBIT (evolução entre os anos); a Alíquota Efetiva – sendo a razão (percentual) entre o total do Imposto de Renda e Contribuição Social do Lucro Líquido e o Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social - e a variação da Alíquota Efetiva (diferença entre o período posterior em relação ao anterior); a Receita Financeira e o percentual da Receita Financeira – esta última, trata-se da relação entre a Receita Financeira e a Receita Líquida de Vendas. Para outra forma de cálculo da LOA, foi inserido os valores do Lucro Líquido e das Despesas Financeiras para tomada de conhecimento.

As tabelas 3, 4, 5 e 6 complementam a estrutura da operacional com a inserção dos valores sobre o Giro. Com isso, a fórmula é estabelecida com o cálculo da Margem LOA, representada pela LOA sobre a Receita, e multiplicando pelo Giro, cujo valores finais resultam na ROA. E de forma conjunta, são apresentados os valores da alavancagem financeira AEC e ALL, que multiplicado pelo resultado da estrutura operacional, chega-se no ROE. A última coluna das tabelas mencionadas mostra a diferença entre o ROE e ROA.

E para uma contribuição “a posteriori”, sugere-se a comparação entre os resultados da ROA com o custo de oportunidade do setor ou de cada empresa para saber se a empresa gerou, de fato, riqueza econômica (Assaf Neto, 2020). Este trabalho não vai explorar o custo do capital das empresas, e nem entrará no mérito da qualidade da estrutura e do custo de capital das empresas, mas sim, identificar, o quanto a alavancagem financeira contribuiu para os resultados do ROE de cada companhia, sintaticamente.

E apenas para efeitos simplicadores, foi comparado o valor do ROA de cada empresa por período e o Custo Total de Capital a Mercado “[WACC]”³ do setor. A partir da construção dos dados para cada indicador que compõe as medidas da LOA, os valores apresentados foram conectados com os resultados demonstrados nas tabelas 3, 4, 5 e 6 para o cálculo da Margem LOA, do Giro, da Alavancagem Financeira (AEC e ALL), e o ROE das companhias.

3 Para consulta, ver: <<https://institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/nova-metodologia/indicadores-a-valor-de-mercado/>>.

Magazine Luiza S.A							
Ano	EBIT	Margem EBIT	Alíquota Efetiva	Receita Financeira	% Receita Financeira	Lucro Líquido	Despesa Financeira
2017	887	7,40%	-18,42%	110	0,92%	389	-521
2018	1.081	6,93%	-24,07%	134	0,86%	597	-429
2019	1.288	6,48%	-24,32%	674	3,39%	922	-745
2020	824	2,82%	-5,40%	183	0,63%	392	-594
2021	470	1,33%	370,44%	492	1,39%	591	-1.181
Whirlpool S.A							
2017	312	5,17%	-19,76%	433	7,17%	427	-319
2018	238	3,84%	-24,07%	424	6,85%	174	-415
2019	706	9,09%	-34,08%	858	11,05%	1.776	-449
2020	978	10,56%	-27,29%	564	6,09%	713	-559
2021	1.096	9,63%	-16,07%	490	4,31%	981	-417
Allied Tecnologia S.A							
2017	87	3,37%	-24,00%	128	4,96%	18	-190
2018	136	4,99%	-15,07%	7	0,26%	62	-70
2019	179	4,82%	-7,41%	11	0,30%	100	-80
2020	270	5,72%	-11,98%	11	0,23%	167	-89
2021	406	7,08%	-7,40%	27	0,47%	288	-123
Via Varejo S.A							
2017	1.042	4,06%	-33,60%	84	0,33%	195	-1.040
2018	683	2,54%	31,19%	56	0,21%	-291	-1.125
2019	-1.089	-4,24%	28,49%	58	0,23%	-1.433	-1.076
2020	1.566	5,42%	8,78%	83	0,29%	1.004	-1.103
2021	-388	-1,26%	80,96%	75	0,24%	-297	-1.473

Tabela 2. Estrutura da LOA das empresas avaliadas entre os anos de 2017 e 2021

Fonte: Resultados originais da pesquisa

Nota: Os valores absolutos em referência no EBIT estão em milhões de reais

Partindo da primeira empresa analisada, a Magazine Luiza S.A e, observando os resultados da tabela 2, a Margem EBIT da companhia apresentou considerável declínio ao longo dos cinco anos observados. O ano de 2017 mostrou um resultado de 7,40% e, terminando o ano de 2021, este indicador atingiu o seu percentual mínimo representando 1,33%. O ponto a se destacar está no ano de 2020 quando houve uma retração de -3,65% em comparação ao ano anterior.

Conforme Relatório de Demonstração Financeira divulgada no quatro trimestre de 2020, a empresa foi impactada no seu operacional, mediante à Pandemia Covid-19. Algumas ações da companhia foram tomadas para atenuar os efeitos negativos, como: i) fechamento temporário de todas as lojas físicas, a partir do dia 20 de março de 2020 (no ato

de divulgação do documento, 64 lojas estavam fechadas); ii) a empresa abriu uma frente de renegociação de prazo com os seus fornecedores; iii) com o encerramento temporário das atividades físicas da companhia, houve a antecipação e o pagamento das férias para, aproximadamente, 23 mil colaboradores; iv) a empresa observou que houve a diminuição do fluxo de pagamentos do Crédito Direto ao Consumidor [CDC]; v) e por fim, teve o risco de perda por realizações dos estoques, até pelo fato das lojas estarem fechadas.

Uma informação que chama atenção está na Alíquota Efetiva. A empresa teve um benefício fiscal de 370,44% no ano de 2021. Ao confrontar esta informação junto ao documento de Demonstrações Financeiras Anuais de 2021 da companhia, esse benefício gerou um acréscimo de valor na ordem de R\$ 809,1 milhões, inflando o resultado do Lucro Líquido do período, que foi de R\$ 590,7 milhões para um Lucro Operacional negativo de R\$ 218,4 milhões ao final da apuração.

Em relação ao benefício fiscal, recorreu-se ao Demonstrativo do Resultado Financeiro da companhia relativo ao quarto trimestre de 2021. E para uma melhor compreensão sobre o fato, foi-se nas notas explicativas. Foram justificados três situações que proporcionaram à companhia este acréscimo.

A primeira, trata-se do Incentivo Fiscal via Lei do Bem – Lei nº 11.196/05. A segunda, mostra que a empresa usufrui de uma série de benefícios fiscais concedidos pelos Estados da Federação, que são caracterizados como subvenção para investimentos. E por último, por meio de um mandado de segurança incorrido ao Supremo Tribunal Federal, que tem como objeto, o reconhecimento da ilegitimidade do da incidência de IRPJ e CSLL sobre a SELIC em créditos fiscais. Em detrimento da decisão da corte, a companhia realizou a exclusão permanente de débitos tributários, a atualização e levantamento dos depósitos judiciais realizados no trâmite das ações tributárias julgadas, e a apuração de créditos extemporâneos da sua base de cálculo.

A Receita Financeira não contribuiu com força para o resultado da empresa nos anos de 2017, 2018 e 2020. Contudo, o ano de 2019, a companhia obteve um melhor saldo, representando 3,39% da Receita Líquida de Vendas, um aumento de 2,53% em relação ao ano anterior, e uma outra elevação de 0,76% entre o ano de 2020 e 2021. O último ano, a Receita Financeira foi maior do que o EBIT da empresa em 0,06%.

E consultando o Relatório Financeiro supracitado, a companhia aumentou a despesa financeira. E isto se deve a novas rodadas de captações, como a 5ª emissão de notas promissórias ao custo de 100% do Certificado de Depósito Interbancário [CDI] mais 1,25% ao ano, assim como, a empresa lançou a 9ª emissão de debêntures com remuneração da CDI mais 1,25% ao ano. Houve no ano, também, a 10ª e 11ª emissão de debêntures simples pagando a 100% da CDI mais 1,25% ao ano.

A tabela 3 apresenta os resultados dos cálculos realizados para os “drivers” da empresa Magazine Luiza S.A entre os anos de 2017 e 2021. E a partir disto, foi possível chegar nos valores percentuais dos indicadores ROE e ROA, e realizar a comparação

destes resultados com o WACC médio do setor.

Magazine Luiza S.A										
	Margem LOA	Giro	AEC	AEC %	ALL	ALL %	ROE	ROA	ROE - ROA	WACC do setor
2017	6,11%	1,61	3,58	27,95%	0,53	53,08%	18,76%	9,88%	8,88%	10,39%
2018	5,64%	1,77	3,82	26,18%	0,68	67,87%	25,94%	10,01%	15,93%	13,02%
2019	7,10%	1,00	2,61	38,22%	0,65	65,22%	12,19%	7,10%	5,05%	12,00%
2020	2,68%	1,18	3,36	29,72%	0,50	49,98%	5,35%	3,18%	2,18%	11,30%
2021	3,88%	0,92	3,41	29,34%	0,43	43,12%	5,25%	3,57%	1,68%	11,61%

Tabela 3. Cálculo do Sistema Palepu para a Magazine Luiza S.A entre 2017 - 2021

Fonte: Resultados originais da pesquisa

Nota: ROE é a Margem LOA vezes o Giro, o AEC e o ALL; ROA é a Margem LOA vezes o Giro; Giro é igual a Receita Líquida de Vendas sobre o Ativo; Margem LOA é igual a LOA sobre Receita Líquida de Vendas; AEC é igual ao Ativo sobre o Patrimônio Líquido; ALL é igual ao Lucro Líquido sobre a LOA.

Para uma primeira análise da tabela acima, uma constatação importante, é perceber um razoável grau de volatilidade na Margem LOA. No ano de 2019, a “performance” desse indicador foi a maior do período. No ano seguinte, houve uma queda aproximada de 4,5% da Margem LOA. Contudo, para entender os motivadores, ainda, foi preciso compreender outros resultados.

Com os aspectos operacionais calculados para cada ano, como a Margem LOA e o Giro, tem-se a ROA. O ano que obteve o maior valor foi em 2018, chegando a 10,01%; e o ano que teve a pior “performance” foi em 2020, com 3,18%. A ROA em todos os períodos ficam abaixo do WACC.

No entanto, a observação principal para análise da ROA fica para o ano de 2019, que, mesmo obtendo o maior valor de Margem LOA entre os períodos, iniciando uma tendência de queda, teve uma redução de 2,87 p.p quando comparado ao ano de 2018. O ano de 2020 caiu 4,96 p.p em comparação ao ano de 2019. E em 2021, houve um ligeiro acréscimo de 0,39 p.p em relação a 2020. A ROA ficou abaixo do WACC em todos os períodos.

A alavancagem financeira foi favorável para a empresa em todos os períodos. Doravante, cabem ponderações. O ano cuja alavancagem foi mais percebida foi em 2018, que elevou o ROE em 15,93 p.p em relação ao ROA. O período com a menor contribuição foi em 2021, elevando o ROE em 1,68 p.p em relação ao ROA.

Uma outra forma de perceber a alavancagem é analisar o AEC e ALL. Em todos os anos, o indicador ALL ficou acima do AEC, indicando que a alavancagem foi favorável à empresa. O ano de 2019 trouxe um valor de 38,22% representando, dentro da alavancagem de estrutura do capital, o maior percentual do Patrimônio Líquido em relação ao Ativo inteiro em comparação aos outros anos.

O período cujo Patrimônio Líquido representou a menor relação do Ativo inteiro

foi 2018, chegando ao valor de 26,18%. Não houve mudanças significativas na estrutura de capital dentro do período analisado. Contudo, esses dois anos apresentaram o maior percentual representativo sobre o quanto do lucro que o Ativo gera (LOA) ficam com os sócios. Para esta empresa, no ano de 2018, a ALL ficou 67,87% e para o ano de 2019, chegou a 65,22%. Ou seja, isto quer dizer que, para o ano de 2018 e 2019 o acionista financiou 26,18% e 38,22 e ficou com 67,87% e 65,22 dos lucros que estes ativos geraram, respectivamente. Em síntese, a empresa têm condições de tomar recursos de credores para financiar as suas operações.

E por fim, o ROE durante os anos de 2017 e 2018 teve a melhor “performance”, o que pode-se considerar que, à época, a empresa tinha um risco menor e suas receitas eram recorrentes. Nos dois últimos anos, 2020 e 2021, a empresa teve um ROE bem abaixo em comparação aos anos anteriores. Pode-se justificar a queda do desempenho econômico da companhia por causa da Pandemia Covid-19 que diminuiu o poder aquisitivo e a renda dos consumidores, além, de impactar a cadeia de suprimentos global, elevando o preço dos insumos, o que pode ter impactado nos custos e despesas da empresa.

Para as demais companhias, a mecânica de análise é a mesma. A próxima empresa analisada será a Whirlpool S.A. Ao observar o indicador Margem EBIT, observa-se que o ano de 2019, a empresa obteve o melhor desempenho, crescendo 5,25% em comparação ao ano de 2018, representando 9,09% do total da Receita Líquida de Vendas. E o ano de 2020, manteve a sua trajetória de crescimento operacional, performando em 1,14% comparado ao período anterior.

Nos três primeiros anos, o percentual da representatividade da receita financeira foi maior do que o lucro operacional. Isto mostra que a empresa tem uma forte atuação na gestão de tesouraria, fazendo com que a receita financeira se transformasse em receita recorrente.

A companhia pouco se beneficiou com as alíquotas efetivas do IR/CSLL. Apenas no último ano, a empresa teve um benefício fiscal com maior força, cuja alíquota ficou na ordem de 16,07%. Realizando uma consulta no Demonstrativo de Resultados Financeiros de 2021 observa-se que a companhia é beneficiada com subvenções e assistências governamentais, desde que, quando há segurança de que foram cumpridas as condições estabelecidas pelo Governo Federal.

A tabela 4 mostra os resultados dos cálculos realizados para os “drivers” da empresa Whirlpool entre os anos de 2017 e 2021. Também, foi possível calcular os indicadores ROE e ROA da companhia e estabelecer um comparativo com o WACC médio do setor.

Whirlpool S.A										
Margem LOA	Giro	AEC	AEC %	ALL	ALL %	ROE	ROA	ROE - ROA	WACC do setor	
2017	10,55%	0,77	3,28	30,48%	0,67	66,98%	17,99%	8,19%	9,80%	10,39%
2018	7,32%	0,79	3,55	28,15%	0,39	38,85%	7,95%	5,76%	2,19%	13,02%
2019	26,68%	1,01	2,53	39,55%	0,86	85,70%	58,83%	27,15%	31,68%	12,00%
2020	11,69%	1,30	3,68	27,15%	0,66	65,90%	36,98%	15,24%	21,74%	11,30%
2021	11,04%	1,24	4,34	23,02%	0,78	78,09%	46,49%	13,71%	32,78%	11,61%

Tabela 4. Cálculo do Sistema Palepu para a Whirlpool S.A entre 2017 – 2021

Fonte: Resultados originais da pesquisa.

Nota: ROE é a Margem LOA vezes o Giro, o AEC e o ALL; ROA é a Margem LOA vezes o Giro; Giro é igual a Receita Líquida de Vendas sobre o Ativo; Margem LOA é igual a LOA sobre Receita Líquida de Vendas; AEC é igual ao Ativo sobre o Patrimônio Líquido; ALL é igual ao Lucro Líquido sobre a LOA.

Observando a Margem LOA, percebe-se que o pior ano para a companhia foi em 2018, alcançando um valor de 7,32% contribuindo para a queda da ROA e do ROE para aquele período. No entanto, houve uma forte recuperação no ano seguinte, cujo valor atingiu os 26,68% contribuindo para este mesmo ano analisado ter o melhor desempenho quando comparado aos outros períodos.

Para o ano seguinte, houve uma queda do valor da Margem LOA, ficando esse, estável para o período posterior. A Margem LOA de 2020 e 2021 ficou muito próximo ao valor desempenhado no ano de 2017. Contudo, as medidas de ROA e ROE de 2020 e 2021 foram bem superiores em relação à 2017, justificado pelo Giro maior (no caso da ROA) e pela alavancagem financeira (para o ROE).

Conforme supracitado, o ano de melhor desempenho da ROA e do ROE foi em 2019. Entretanto, foi no ano de 2021 que se percebeu uma influência maior da alavancagem financeira, representando 32,78% que é a diferença entre o ROE e a ROA.

Para esta companhia, a alavancagem financeira também foi favorável em todos os períodos, conforme a tabela 4 apresenta. Outra forma de visualizar é olhando para os resultados da AEC e ALL. A primeira observação que pode ser realizada é comparar os valores da ALL com AEC. Se o percentual for maior para a ALL em relação a AEC, a alavancagem é favorável. E para esta companhia, a alavancagem se mostrou favorável em todos os períodos.

O ano de 2019 obteve o maior valor percentual da AEC e ALL entre os períodos. O Patrimônio Líquido representou 39,55% do Ativo inteiro. E 85,70% do LOA ficam com os sócios. Ou seja, o LOA apresentado pela empresa consegue arcar com os custos dos credores e ainda, remunerar os seus acionistas. Na média entre os períodos, há espaço para a tomada de crédito pela empresa, mesmo sendo uma empresa alavancada.

E não obstante, o ROE também teve a melhor “performance” no ano de 2019, cuja maior influência da alavancagem financeira se fez presente. A média entre os períodos mostrou um ROE positivo, a caracterizando como uma empresa de baixo risco, e com

receitas recorrentes da operação. O ano de pior desempenho, tanto para o ROE quanto para a ROA foi em 2018.

Neste caso, cabe uma observação relevante. As medidas de desempenho são balizadores para ter uma melhor compreensão da “performance” da empresa sobre um determinado período. Contudo, é muito importante ter o entendimento do negócio e do segmento para que haja uma melhor compreensão dos números apresentados, conforme ponderado neste trabalho.

Para a empresa avaliada – Whirlpool S.A – o ROE e a ROA indicaram uma baixa “performance” dos resultados para o ano de 2018. Mas, de fato, quais são as razões para que a empresa tivesse um resultado aquém do esperado? Recorrendo ao Demonstrativo de Resultados Financeiros de 2018 a empresa justifica que, os resultados ficaram abaixo do estimado, devido à greve dos caminhoneiros de 2018, aumento do dólar (de R\$ 3,30 para R\$ 3,87), custos de matérias-primas como aço e resinas, e os impactos dos investimentos estrangeiros em decorrência da hiperinflação na Argentina.

A terceira companhia analisada neste trabalho é a Allied Tecnologia S.A. A primeira constatação a fazer é que a empresa tem uma margem EBIT crescente ao longo dos anos (exceto, entre os anos de 2019 em relação à 2018, com uma leve queda no percentual). Outro ponto que favorece a empresa é o benefício fiscal, cuja alíquota efetiva foi decrescente nos três anos anteriores, subindo no ano de 2019, mas novamente, reduzindo no ano de 2021.

Apenas no ano de 2017 que a receita financeira foi maior do que o EBIT. Em média, ao longo dos próximos quatro anos, a empresa não apresentou resultados expressivos oriundos de aplicações financeiras. Isto mostra o comprometimento da empresa com o propósito do negócio, da própria atividade objeto.

A tabela 5 segue o mesmo padrão da tabela 3 e 4. Calculou-se os “drivers” que formam o ROE e a ROA da companhia Allied Tecnologia S.A, para o mesmo período de tempo. E manteve-se o WACC médio do setor para comparação do desempenho.

Allied Tecnologia S.A										
	Margem LOA	Giro	AEC	AEC %	ALL	ALL %	ROE	ROA	ROE - ROA	WACC do setor
2017	5,59%	1,18	2,60	38,36%	0,13	13,09%	2,24%	6,57%	-4,33%	10,39%
2018	3,99%	0,94	3,16	31,61%	0,57	57,45%	6,83%	3,76%	3,07%	13,02%
2019	4,13%	1,17	3,27	30,52%	0,65	65,59%	10,37%	4,83%	5,54%	12,00%
2020	4,79%	1,27	3,29	30,42%	0,74	74,05%	14,84%	6,09%	8,75%	11,30%
2021	6,43%	1,27	2,99	33,37%	0,78	78,01%	19,06%	8,15%	10,91%	11,61%

Tabela 5. Cálculo do Sistema Palepu para a Allied Tecnologia S.A entre 2017 – 2021

Fonte: Resultados originais da pesquisa.

Nota: ROE é a Margem LOA vezes o Giro, o AEC e o ALL; ROA é a Margem LOA vezes o Giro; Giro é igual a Receita Líquida de Vendas sobre o Ativo; Margem LOA é igual a LOA sobre Receita Líquida de Vendas; AEC é igual ao Ativo sobre o Patrimônio Líquido; ALL é igual ao Lucro Líquido sobre a LOA.

Ao contrário das últimas duas empresas avaliadas, esta companhia não possui alavancagem financeira favorável para todos os períodos. No ano de 2017, a ROA foi maior do que o ROE, com uma diferença negativa de 4,33%, significando que a empresa não se alavancou para financiar a sua operação. Contudo, a partir do ano de 2018, a alavancagem financeira se tornou positiva, presente e crescente na companhia. Entretanto, a ROA ficou abaixo do WACC em todos os períodos.

Duas formas que podem observar esse fenômeno: i) observar a diferença entre o ROE e ROA para cada ano, apresentado na tabela 6; ii) analisar os indicadores AEC e ALL.

Comprovadamente, para o ano de 2017 a ALL foi menor do que o AEC. O resultado da ALL foi de 13,09% enquanto o indicador AEC resultou em 38,06%. Contudo, nos anos seguintes, o indicador ALL foi maior do que a AEC, indicando um favorecimento da alavancagem financeira.

O último ano mostra a diferença entre os resultados da alavancagem financeira quando se compara ao ano de 2017. O valor da AEC em 2021 foi de 33,37% para um resultado de 78,01% da ALL. Isto significa que, o Patrimônio Líquido representa 33,37% do Ativo inteiro; e que 78,01% do lucro gerado pelos Ativos ficam com os sócios. Mesmo que haja espaço para novas tomadas de crédito junto aos credores, é importante advertir que a companhia se alavancou rapidamente e vem mantendo uma tendência de crescimento ao longo dos anos, e que pode chegar em um momento de não conseguir mais crédito, ou deste estar cada vez mais oneroso.

Para finalizar, o ROE cresceu ao longo dos anos, influenciado, também, pela alavancagem financeira. A ROA apesar de decrescer em 2018 comparando com 2017, há recuperação em 2019. E para os anos de 2020 e 2021, mantém a tendência de crescimento, sendo esse fator considerado positivo, devido a sua melhora da “performance” operacional.

A última empresa a ser analisada neste trabalho é a Via Varejo S.A. E não foi de forma aleatória deixar a avaliação desta companhia por derradeiro. A justificativa refere-se à instabilidade dos números e valores dos indicadores que exigem uma maior atenção e cuidado.

A Margem EBIT da companhia foi decrescente ao longo dos três primeiros anos, com uma atenção especial ao ano de 2019, cujo EBIT foi negativo. Conseqüentemente, a Margem EBIT também foi negativa, em -4,24%. A empresa neste ano teve prejuízo operacional. De acordo com o Relatório de Demonstrativos Financeiros de 2019 da empresa, o motivo para este resultado adverso deveu-se à: i) inflação; ii) diminuição da confiança dos consumidores; iii) e denúncias anônimas sobre supostas irregularidades contábeis – esta última, considerada como principal motivo.

No ano de 2020 houve uma recuperação da “performance” operacional da empresa, transformando o que antes, no ano anterior, foi de prejuízo, em lucro operacional no ano seguinte. Neste mesmo período, a companhia teve um resultado da Margem EBIT de 5,42%.

Entretanto, o ano de 2021 uma nova queda. O EBIT atingiu um valor negativo,

ocorrendo em prejuízo para a empresa. E o percentual da Margem EBIT foi negativa em -1,26%. Houve uma forte oscilação do desempenho operacional da companhia no período analisado. Em síntese, pode-se presumir que o risco da empresa se elevou devido à instabilidade operacional.

Consultando a Demonstração dos Resultados Financeiros de 2021 observou-se que, os resultados acumulados da empresa refletiram os ajustes não recorrentes relacionados à atualização dos processos trabalhistas, que somaram mais de R\$ 1,1 bilhão no ano. Também, pode-se observar que, a Receita Líquida de Vendas da companhia encolheu 14,2% na base anual. A companhia justificou, em paralelo, os impactos da Pandemia Covid-19 como um fator relevante que atingiu o seu modelo de negócio.

Quando se observa a alíquota efetiva, a empresa obteve benefício. Apenas o ano de 2017 houve dedutibilidade do IR/CSLL da companhia. Os quatro anos seguintes, a empresa teve crédito fiscal, contribuindo para uma melhora dos seus resultados.

Neste ponto, pode-se fazer uma menção ao ano de 2021, cujo valor da alíquota foi 80,86% positivo. Fazendo uso do mesmo documento financeiro em relação ao ano de 2021 observa-se que, o benefício fiscal é devido à: i) subvenção de investimento, ou seja, a empresa possui benefícios fiscais que reduzem a despesa do Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços [ICMS], como o crédito presumido, a redução da base de cálculo e redução da alíquota, que, resultam em um montante relevante de exclusão das bases de cálculo do IRPJ e CSLL.

Também, há benefício pela exclusão da SELIC sobre tributos (recente decisão da corte constitucional do país); e o prejuízo fiscal não reconhecido. Em relação à receita financeira, a empresa pouco performou e os valores apresentados, praticamente, não alteraram ao longo do período.

E por fim, a tabela 6 apresenta os resultados dos cálculos realizados para os “drivers” que compõem os indicadores ROE e ROA. E, foi mantida o WACC médio do setor para fins de comparação.

Via Varejo S.A										
	Margem LOA	Giro	AEC	AEC %	ALL	ALL %	ROE	ROA	ROE - ROA	WACC do setor
2017	3,43%	1,47	6,54	15,29%	0,23	22,12%	7,34%	5,07%	2,27%	10,39%
2018	1,68%	1,15	10,25	9,76%	-0,64	-64,45%	-12,80%	1,94%	-14,74%	13,02%
2019	-2,82%	1,05	42,26	2,37%	1,98	198,25%	-247,92%	-2,96%	-244,96%	12,00%
2020	5,99%	0,87	5,53	18,09%	0,58	57,97%	16,79%	5,24%	11,55%	11,30%
2021	2,18%	0,87	6,27	15,95%	-0,44	-43,99%	-5,27%	1,91%	-7,18%	11,61%

Tabela 6. Cálculo do Sistema Palepu para a Via Varejo S.A entre 2017 – 2021

Fonte: Resultados originais da pesquisa.

Nota: ROE é a Margem LOA vezes o Giro, o AEC e o ALL; ROA é a Margem LOA vezes o Giro; Giro é igual a Receita Líquida de Vendas sobre o Ativo; Margem LOA é igual a LOA sobre Receita Líquida de Vendas; AEC é igual ao Ativo sobre o Patrimônio Líquido; ALL é igual ao Lucro Líquido sobre a LOA.

A Margem LOA apresentou instabilidade. Os valores foram decrescentes até o ano de 2019, que por sinal, apresentou um valor negativo. No período seguinte, houve uma recuperação deste indicador, chegando a 5,99%. Contudo, o ano de 2021 teve uma nova queda, onde a Margem LOA atingiu 2,18%.

Neste momento, o cuidado estará ao analisar se houve ou não a influência da alavancagem financeira nas medidas de desempenho da companhia. Antes, cabe argumentar em favor da ROA, que apenas no ano de 2019, o resultado foi negativo. No entanto, apenas no ano de 2017 e 2020, a ROA foi superior à 5,00%. Em 2018 e 2021, os valores ficaram na ordem de 1,90%.

Do resultado da ROA, reforça o que foi apresentado por outros indicadores operacionais (Margem EBIT e Margem LOA), ou seja, que a companhia está apresentando um alto risco e instabilidade operacional. A ROA esteve abaixo do WACC em todos os anos. Nesta empresa, a alavancagem financeira não se faz presente e favorável nos períodos avaliados.

Apenas nos anos de 2017, 2019 e 2020 que a alavancagem financeira é presente, e que pode ser observada nos dados da tabela 6 mostrando a diferença entre o ROE e a ROA. O indicador AEC e ALL ratificam e consolidam esta informação.

O ponto de destaque fica para o ano de 2019. O valor do AEC foi de 2,37% e o da ALL resultou em 198,25%. O ROE apresentou um resultado de -247,92% e uma ROA de -2,96%. O ROE com um resultado negativo bastante significativo mostra que existe um problema após a apuração do lucro operacional, na parte referente a despesa financeira que “empurra” o ROE para baixo. Ainda, reforça-se que, essa medida foi negativa por três períodos: 2018, 2019 e 2021.

Este ponto chama à atenção. Foi necessário realizar uma consulta nas demonstrações financeiras de 2019 da companhia, para buscar compreender, quais foram os motivadores que influenciaram esse resultado negativo forte.

O documento mostrou que, foram quatro tomadas de dívidas ao longo do ano. A primeira, refere-se ao Crédito Direto ao Consumidor [CDC] com taxas pré-fixadas de 7.78% ao ano para cada contratação. A segunda destina-se à emissão de notas promissórias (sendo a primeira em 12 de dezembro de 2018 com vencimento em fevereiro de 2020, e a segunda emissão em 10 de setembro de 2019) – estes valores foram captados para otimização do fluxo de caixa em curso da companhia e gestão dos negócios. A terceira aborda sobre o empréstimo em moedas estrangeiras e moeda nacional. E por fim, foi realizado a 4ª emissão de debêntures.

Anda, de acordo com o documento, a dívida bancária da companhia em dezembro de 2019 totalizavam R\$ 2,15 bilhões, sendo R\$ 1,5 bilhão referentes à notas promissórias a vencer em setembro de 2020 e; R\$ 500 milhões em debêntures com vencimento em dezembro de 2021. Ao final do terceiro trimestre, a dívida estava em R\$ 2,17 bilhões.

O custo de capital, em conjunto com a estrutura, pode ter provocado o robusto efeito

negativo na apuração dos resultados da companhia. O Patrimônio Líquido representa, apenas, 2,37% do Ativo inteiro. O Lucro Líquido no período foi negativo, de -1.433 bilhões. E a LOA apresentou um resultado negativo de -723 milhões. Em resumo: entre a LOA e o Lucro Líquido, a queda representou quase o dobro dos valores apurados. Existe um sintoma que deve ser observado pelos gestores sobre a real situação da qualidade do crédito tomado pela empresa e o valor pago como despesa financeira.

Os anos de 2018 e 2021 apresentam um outro resultado que requer uma melhor compreensão. O valor da ALL para cada período foi negativo. Em relação ao ano de 2018, o resultado foi de -64,45% e -43,21% para 2021, mostrando que, esses valores da LOA não ficam com os sócios.

O único período que apresenta uma relativa normalidade é o ano de 2020. Interessante constatar que, foi o ano da Pandemia Covid-19 no Brasil. E que, naturalmente, os resultados poderiam ter sido piores. No entanto, o desempenho não foi melhor, devido à queda no Giro. Mas, a Margem LOA, o ROE e a ROA tiveram os melhores resultados comparativos.

Para efeitos de comparação, a figura 2 mostra a média dos resultados do ROE e ROA de cada empresa no período, e a média do WACC setorizado, cujo valor foi de 11,66% e com isso, consegue-se visualizar a companhia que obteve o melhor e o pior desempenho.

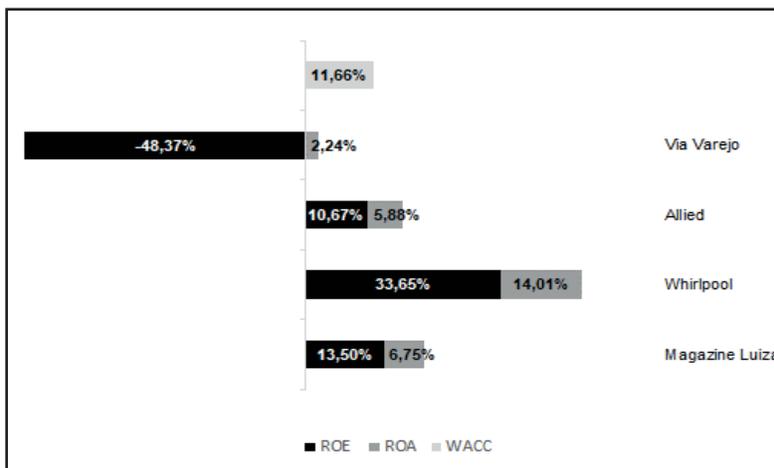


Figura 2. Médias da ROA, ROE e WACC do período

Fonte: Resultados originais da pesquisa

Percebe-se que, todas as companhias fizeram uso da alavancagem financeira em algum momento. Na média, a empresa que apresentou o melhor resultado de ROE e ROA é a Whirlpool S.A. Em seguida vem a Magazine Luiza S.A, depois, a Allied Tecnologia S.A, e por último, a Via Varejo S.A (cuja alavancagem financeira, em momentos, lhe foi desfavorável).

Importante destacar que as três melhores empresas, por aproximação, praticamente, dobraram a diferença do ROA para o ROE. Contudo, é preciso explorar os componentes decisórios que afetam essas medidas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo apresentou uma nova abordagem para o cálculo dos indicadores ROE e ROA. O Sistema Palepu é um método alternativo que visa ajustar equívocos do Sistema DuPont. Foram realizados os cálculos dos direcionadores e dos indicadores que compõem as medidas ROE e ROA, e por meio dos resultados apresentados, pôde-se realizar o confronto entre o desempenho das companhias do setor de eletrodomésticos listadas na Bolsa de Valores no Brasil [B3], entre os anos de 2017 e 2021.

O Sistema Palepu apresenta a melhor qualidade e confiabilidade informacional de respostas. Este método, conforme demonstrado neste estudo, pode proporcionar a um investidor, ou até mesmo, ao gestor da empresa, conhecimentos relevantes à respeito do desempenho econômico da companhia.

A empresa avaliada que obteve o melhor desempenho foi a Whirlpool S.A. A companhia com a pior “performance” foi a Via Varejo S.A, inclusive, em determinados períodos, a alavancagem financeira não lhe foi favorável. As outras três companhias avaliadas tiveram favorecimento da alavancagem financeira. Apenas a empresa Whirlpool S.A conseguiu com que a média da ROA fosse maior que a média do WACC do setor. Quanto ao ROE, apenas a Whirlpool S.A atingiu um ROE mais robusto. No entanto, a Allied Tecnologia S.A vem em uma crescente dos resultados operacionais.

Portanto, tem-se que estas medidas de desempenho se mostraram balizadores adequados para uma melhor compreensão do desempenho econômico de uma empresa. Doravante, essas análises devem vir seguidas dos cálculos de outros indicadores e medidas, assim como o conhecimento do negócio, do segmento e da atual conjuntura econômica.

REFERÊNCIAS

Aguiar, L. I. L. 2016. A Governança Corporativa Tributária: Aspectos Essenciais. São Paulo: Quartier Latin.

Almeida, F. T.; Parente, P. H. N.; Luca, M. M. M.; Vasconcelos, A. C. Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100), pp. 110-126, 2018.

Assaf Neto, A. 2020. *Finanças Corporativas e Valor*. (8th edição) São Paulo: Grupo GEN.

Assaf Neto, A.; Lima, F. G. 2019. *Curso de Administração Financeira*. Porto Alegre: Grupo GEN.

- Bastos, W. G.; Silva, C. D. S. Evolução da governança corporativa no Brasil: levantamento da produção científica dos cursos de mestrado e doutorado de 2010 a 2016. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa*, v. 3, n. 1, p. 6-27, 2018.
- Catapan, A.; Colauto, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010- 2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), pp. 137-164. 2014.
- Cavalcanti, M. A. F. H.; Santos, F. E. L. A. S.; Kopschitz, E.; Lameiras, M. A. P.; Carvalho, L. M. 2022. Carta de Conjuntura, número 56, nota 31, 3º trimestre. Brasília: Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas – IPEA.
- Dias, A. T.; Silva, W. D.; Silva, J. T. M.; Ferreira, B. P. *Revista Gestão & Tecnologia*, Pedro Leopoldo, v. 20, n. 2, p. 98-120, abr./jun. 2020.
- Gitman, L. J. 2010. *Princípios de administração financeira*. 12ª edição. Pearson Prentice Hall.
- Horta, G. T. L.; Giambiagi, F. *Perspectivas DEPEC 2018: o crescimento da economia brasileira 2018-2023*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2018.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. 108p. ISBN 978-85-99645-38-3 1. Governança corporativa - código. I. Título. C
- Iudícibus, S de. 2017. *Análise de balanços*. 11. ed. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus S de. 2021. *Teoria da Contabilidade*. 12 ed., atual. São Paulo: Atlas.
- Jacoby, G.; Liu, M.; Wang, Y.; Wu, Z.; Zhang, Y. Corporate governance, external control, and environmental information transparency: Evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*,58, 269-283, 2019.
- Johnson, H. T.; Kaplan, R. S. A. 1996. *Relevância da Contabilidade de custos*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus.Júnior, J. R. C. S.; Cavalcanti, M. A. F. H.; Levy, P. M.; Carvalho, L. M.;
- Lemes, J.; Rigo, A.; Cherobin, A. P. M. S. 2016. *Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras*. (4a ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lu, J.; Wang, J. Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020.
- Martins, E.; Diniz, J. A.; Miranda, G. J. 2020. *Análise Avançada das Demonstrações Contábeis - Uma Abordagem Crítica*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Palepu, K. G.; Healy, P M. 2018. *Análise e avaliação de empresas: decisões e valuation usando demonstrativos financeiros – Tradução da 5ª edição norte-americana*. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2018.
- Pegorini, M.; Pacheco, M.; Campagnaro, A. A evolução da responsabilidade do profissional da contabilidade. In: *CONVENÇÃO DE CONTABILIDADE DO RIO GRANDE DO SUL*, 15., Bento Gonçalves, 2015. Anais... Porto Alegre: CRCRS, 2015.

Rego, A. L. C. 2010. Aspectos jurídicos da confiança do investidor estrangeiro no Brasil (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J.; Lamb, R. 2015. Administração financeira (10th ed.). Porto Alegre: Grupo A.

Soares, E.; Galdi, F. C. Relação dos modelos Dupont com o retorno das ações no mercado brasileiro. R. Cont. Fin. – USP, São Paulo, v. 22, n. 57, p.279298, set./out./nov./dez, 2011.

Van Buren, H. J. Taking (and sharing power): How boards of directors can bring about greater fairness for dependent stakeholders. *Business and Society Review*, 115(2), 205-230, 2010.

Vieira, S.; Mendes, A. BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – BNDES. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de Capitais Brasileiro. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, 2004.