



**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”**



Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara  
Departamento de Economia

**Desempenho das Empresas Agroindustriais no Brasil Recente:  
Açúcar e Álcool**

Discente: Mariana Kasuga Morya

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Examinador: Prof. Dr. Sebastião Neto Ribeiro Guedes

Araraquara- SP

2016

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Eduardo e Olga, pela força e determinação, juntamente com seu amor sempre foram a minha maior motivação. Sem vocês nada disso seria possível.

A minha avó Maria da Piedade, por provar que a partida não é capaz de levar da lembrança os abraços cheios de carinho. Te levo sempre comigo.

Ao meu irmão, Guilherme, por sempre me mostrar o real sentido da palavra amigo e ser a pessoa com quem eu sempre tenho a certeza que posso contar.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Elton, pelo suporte e dedicação para realização do trabalho.

Aos amigos que construí ao longo da graduação, por provarem que verdadeiros laços de apoio se mantêm mesmo diante de grandes transformações.

A República Oásis com quem guardo as melhores lembranças da Unesp Araraquara.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Sequência de análise.....	10
Figura 2: Taxa de juros de equilíbrio.....	15
Figura 3: Principais marcos institucionais do sistema de crédito agrícola no Brasil até 2008.....	22
Figura 4: Taxas de crescimento do PIB do agronegócio- dezembro 2013 (%)......	25
Figura 5: Taxas de crescimento acumuladas no ano de 2013 (%)......	26
Figura 6: Taxas de crescimento do PIB do agronegócio- dezembro 2014 (%)......	27
Figura 7: Taxas de crescimento acumuladas no ano de 2014 (%)......	28
Figura 8: Taxas de crescimento do PIB do agronegócio- novembro 2015 (%)......	29
Figura 9: Taxas de crescimento acumuladas no ano de 2015 (%)......	30
Figura 10: Taxas de crescimento acumuladas no ano de 2016 até o mês de junho (%)......	31
Figura 11: Taxa Selic- meta fixada pelo COPOM (% a. a.).....	33
Figura 12: Evolução da taxa Selic (em %)......	34
Figura 13: Evolução do rendimento médio real habitual.....	36

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Decomposição da taxa de inflação de 2013.....	37
Gráfico 2: Decomposição da taxa de inflação de 2014.....	38
Gráfico 3: Decomposição da taxa de inflação de 2015.....	38

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Evolução do ativo total entre 2012 e 2015.....	43
Tabela 2: Evolução do passivo total entre 2012 e 2015.....	43
Tabela 3: Evolução da receita líquida entre 2012 e 2015.....	44
Tabela 4: Evolução do lucro líquido deflacionado entre 2012 e 2015.....	44

## LISTA DE SIGLAS

BM&BOVESPA: Bolsa de Mercadoria e Futuros de São Paulo  
EIBTDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*  
IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo  
AT: Ativo Total  
PT: Passivo Total  
PL: Patrimônio Líquido  
RPL: Rentabilidade do Patrimônio Líquido  
BP: Balanço Patrimonial  
DRE: Demonstração do Resultado do Exercício

## SUMÁRIO

RESUMO .....	8
INTRODUÇÃO .....	9
CAPÍTULO 1: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	12
1.1 Investimentos no mercado de capital aberto .....	12
1.2 Análise Tradicional e Análise dinâmica de Capital de giro .....	19
1.3 Decisões de investimento no agronegócio.....	21
1.3.1 Crédito para o agronegócio.....	21
1.3.2 Agregação de valor .....	22
1.3.3 Investimentos específicos.....	23
CAPÍTULO 2: O CENÁRIO DO AGRONEGÓCIO NACIONAL NO PERÍODO: 2012 A 2016.....	25
2.1 Período 2013-2014.....	25
2.2 Período 2015-2016.....	29
2.3 Aspectos relevantes da macroeconomia .....	33
2.3.1 Taxa de juros.....	33
2.3.2 Taxa de câmbio .....	35
2.3.3 Rendimento mensal real .....	36
2.3.4 Inflação.....	36
CAPÍTULO 3: ANÁLISE DO DESEMPENHO DO SETOR DE AÇÚCAR E ÁLCOOL .....	39
3.1 Setor açúcar e álcool- Copersucar e Tereos Internacional .....	39
3.2 Análise Vertical e Horizontal .....	42
3.3 Indicadores Financeiros .....	45
3.3.1 Copersucar .....	45
3.3.2 Tereos Internacional .....	46
3.3.3 Biosev.....	46
3.3.4 São Martinho.....	47
3.3.5 Santa Terezinha Participações.....	47
CONCLUSÃO .....	49
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS .....	51
ANEXO A.....	54
ANEXO B.....	55
ANEXO C.....	56
ANEXO D.....	57
ANEXO E.....	58

## RESUMO

O objetivo do trabalho é levantar, mediante análise do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), a evolução dos indicadores que afetam diretamente decisões de investimento e financiamento das empresas pesquisadas por meio das demonstrações financeiras publicadas nos últimos quatro anos, ou seja, o período compreendido entre 2012 e 2016.

Será discutido, nesta Monografia de Conclusão de Curso, o conceito de investimento e financiamento, demonstrando o cenário econômico do período. Além de apresentar as mais relevantes companhias do cenário agroindustrial no setor de açúcar e álcool.

**Palavras Chave:** Agronegócio, Desempenho Financeiro, Desempenho Econômico, Investimento e Financiamento.



## INTRODUÇÃO

Diversas mudanças estão ocorrendo no cenário brasileiro, e mais intensivamente no agronegócio nos últimos anos. É evidente que existe uma enorme demanda por alimentos, que são decorrentes de fatores como o crescimento populacional, o desenvolvimento econômico de países populosos, distribuição de renda e urbanização crescente. Além disso, outro fator é o aumento da demanda de biocombustíveis, por todo o mundo, pressionando a demanda por terras, grãos e alguns outros itens do agronegócio.

Além dos aspectos conjunturais, as relações entre a tecnologia e inovação e o setor agrícola são importantes neste cenário, devido a necessidade de investimentos frequentes pelas firmas desse segmento. Para abordar os desafios, é necessário lembrar as razões que levam a ser consideradas como um processo determinante na sociedade atual, numa época em que ciência e tecnologia estão constantemente realimentando-se.

Um dos grandes desafios para a agroindústria e para o setor agrícola é entender o perfil da empresa e encontrar meios de atrair agentes inovadores e capazes de suprir seus problemas internos, tendo em vista o aumento da produção e dos lucros.

A agricultura nos últimos cinco anos, começou a ser vista como um amplo e complexo sistema, envolvendo não só as atividades dentro da propriedade rural, mas também as atividades ligadas a distribuição de suprimentos agrícolas, o armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas, ou seja uma inter-relação produtiva, tecnológica e mercadológica. (GRAZIANO; PIZZINATTO; NETO; GAZIANO, 2008)

Segundo os autores Davis & Goldberg, em 1957 definem *agribusiness* como a: “soma de todas as operações envolvidas no processamento e na distribuição dos insumos agropecuários, as operações de produção na fazenda; e o armazenamento, o processamento e a distribuição dos produtos agrícolas e seus derivados”. Além disso, toda a parte de gestão das lavouras, do *marketing* das empresas, transporte, serviços financeiros, entre outros, que são necessários para que o produto possa ser comercializado de forma rápida e eficiente, sendo de extrema relevância para a economia nacional, uma vez que o Brasil é um destaque mundial nesse setor. O fato relevante é que a produção agrícola se torna parte de um sistema de *commodities* muito mais amplo, mostrando sua relação imediata com o mundo dos negócios. (CRUVINE, 1999)

Portanto o agronegócio se expandiu nas últimas décadas e possibilitou vínculos com outras áreas da indústria, alimentando pesquisas e investimentos em todos os vários setores da economia. Essa utilização de tecnologia na agroindústria é fundamental para os negócios, já que consegue assim controlar os custos da produção para maximizar o uso dos recursos, trazendo benefícios aos produtos e vantagens comparativas no setor. Outra característica desse processo é o fato de ter permitido a expansão para todo o território brasileiro, que se desenvolveu da região sul para até o norte do país.

Atualmente, o Brasil é o maior produtor mundial de produtos como o café, açúcar e laranja, e maior exportador mundial de carnes bovina e de aves, de acordo com o site Associação Brasileira das Indústrias Exportadoras de Carne (ABIEC).

O agronegócio no Brasil representou nos anos recentes em torno de 25% do Produto Interno Bruto no ano de 2014, de acordo com o relatório O Mundo Rural no Brasil do século 21 e é responsável por 47,5% do valor das exportações brasileiras, no ano de 2013, segundo os dados da SECEX.

Em 2013, o resultado da balança agrícola foi de 83 bilhões de reais e a balança comercial brasileira fechou em três bilhões de dólares, portanto o setor representa muita das exportações brasileiras, sendo um setor com significativo peso na economia brasileira, pois possui um peso relevante na formação do PIB.

Assim, o setor agrícola tem sido de fundamental importância para o país, pois além de garantir o abastecimento da economia internamente, os valores recordes de exportações ajudam a equilibrar a balança comercial, o que torna a economia nacional dependente do aumento das exportações agropecuárias e da conquista de novos mercados.

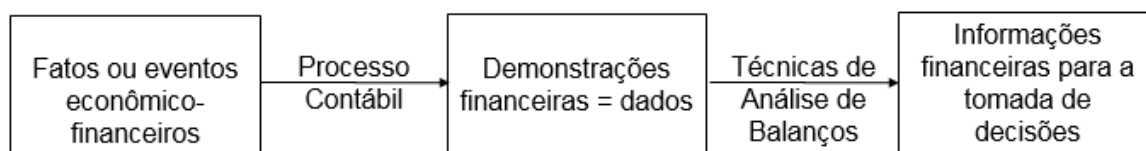
Atualmente, o agronegócio é o maior negócio, tendo o Brasil um grande potencial para aumentar suas exportações de produtos, em especial os ligados aos alimentos e energéticos, como o álcool e biodiesel.

A perspectiva adotada para este trabalho é o da agroindústria, que é definida como uma integração do campo com a cidade, sendo uma espécie de conjunto de atividades relacionadas com a transformação de matérias primas que são provenientes da agricultura, pecuária, aquicultura e silvicultura.

Em parte, os desafios que a abordagem do agronegócio exigiria para a condução do estudo, também seria aplicado à agroindústria. O foco na agroindústria se justifica pelo interesse em estudar e analisar o setor de açúcar e álcool.

Assim, entender os desafios das empresas agroindustriais no Brasil, por meio demonstrativos financeiro e análise dos investimentos no setor são importantes para entendemos as decisões estratégicas do setor quanto ao perfil dos investimentos.

### FIGURA 1: SEQUÊNCIA DE ANÁLISE



FONTE: MATARAZZO, 2010, p4.

O trabalho discute o desempenho da agroindústria a partir das empresas de açúcar e álcool, buscando analisar a situação econômico financeira com informações coletadas da *Revista de Negócio Valor 1000*, Edição de agosto de 2016 para o período de 2012 a 2015. Estas empresas estão listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F BOVESPA S.A), sendo elas a Copersucar, Tereos Internacional, Biosev, São Martinho e Santa Terezinha Participações.

A exposição do cenário agroindustrial será baseada em dados colhidos pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada da Universidade de São Paulo, o CEPEA, por aspectos fornecidos pelo MAPA, Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento e informações obtidas junto ao Banco Central. Já os fundamentos teóricos do investimento e financiamento, são apresentados segundo a Teoria do Investimento.

Os principais indicadores que podem ser extraídos durante o processo de análise das demonstrações financeiras das empresas dizem respeito à capacidade de pagamento, endividamento e rentabilidade que demonstram a evolução da gestão financeira da empresa em diferentes exercícios, de maneira que se possa, por meio deles, ter subsídios para tomada de decisão (ASSAF NETO, 2012).

A pesquisa é dividida em três capítulos. No primeiro capítulo: “Fundamentação Teórica” exhibe conceitos de investimento e financiamento em empresas de capital aberto a partir de dissertações e artigos que envolvem o tema.

No segundo capítulo: “O Cenário do Agronegócio Nacional: 2012 a 2016” são apresentados apanhados de cada ano abrangendo especificidades desse período e o desenvolvimento da economia brasileira com o foco na agroindústria. Além disso, neste capítulo são revelados aspectos macroeconômicos como a inflação, rendimento médio real, taxa de câmbio e juros.

No terceiro capítulo: “Análise do desempenho do setor de açúcar e álcool” é realizado uma análise do investimento e financiamento para tomada de decisões através de números índices e alguns indicadores financeiros. Alguns cálculos de indicadores econômico-financeiros são necessários para entender o desempenho da saúde financeira da organização, esses indicadores permitem analisar a situação de solvência da companhia, a rentabilidade sobre seus ativos e passivos, sua estrutura de capital, entre outros. Para tal análise, os dados serão retirados da Revista Valor Econômico 1000 dos anos de 2013 a 2016, assim como dos Relatórios da Administração da companhia e suas respectivas Notas Explicativas disponíveis no site da Bolsa de Valores.

## **CAPÍTULO 1: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Os trabalhos utilizados na sequência são de Hall & Jorgenson (1967 apud CASAGRANDE, 2002), Jorgenson & Siebert (1968 apud CASAGRANDE, 2002), Elliot (1973 apud CASAGRANDE, 2002), Fazzari & Petersen (1993 apud MACHADO, 2015), Fazzari, Hubbard e Petersen (1998).

Procuramos organizar o capítulo para revisitar através de dissertações de mestrado e teses de doutorado, assim como artigos publicados em periódicos para contextualizar o desempenho de unidades produtivas e seus efeitos para a relação investimento- financiamento empresarial.

A teoria do investimento, como assim é conhecida, organiza através de estudos econométricos a relação de variáveis independente com a variável a ser medida, qual seja, o investimento em ativos fixos. A variável ativos fixos, analisada no capítulo três, se dá através do comportamento dos ativos não circulantes (subgrupo do ativo total pertencente ao balanço patrimonial), em particularidades do ativo não circulante e o ativo total.

Ao destacarmos as variáveis determinantes do investimento segundo a literatura, observamos a estrutura da receita líquida, empréstimos onerosos, o ebitda, o capital circulante líquido. Todas essas variáveis estão disponíveis para o período de 2012 a 2015 no capítulo três “Análise do desempenho do setor de açúcar e álcool”. Logo, a revisão da literatura nos ajuda a contextualizar o próprio desempenho que consiste em nosso objetivo.

### **1.1 Investimentos no mercado de capital aberto**

Os modelos de investimento como a do acelerador, o de liquidez e o neoclássico foram testados empiricamente com informações financeiras fornecidas pelas empresas, dessa forma pode-se entender quais são os determinantes do investimento.

O modelo do acelerador e também o neoclássico, são utilizadas e obtém ótimos resultados, apesar de alguns efeitos no modelo do acelerador dificultarem uma boa avaliação do próprio modelo, segundo Fazzari & Petersen (1993). No modelo neoclássico, o custo capital afeta o investimento apenas com variáveis que incluem as vendas, uma vez que não podemos trata-los separadamente do ponto de vista da política econômica. Para que o volume de vendas aumente, as empresas ajustam seu estoque de capital sempre que a taxa de retorno do investimento seja igual ao custo de capital (representado pela taxa de juros).

O modelo neoclássico, supõe que os fundos externos são substitutos perfeitos dos fundos internos das empresas. O teorema de Modigliani & Miller (1958) consideram que o gasto de investimento é explicado pelas variáveis reais (preço e tecnologia) e trata com independência as relações com o mercado de capitais e de crédito. Assim, acreditavam que os valores das empresas não eram sensíveis à mudanças na sua estrutura de financiamento.

Modigliani & Miller (1958) desenvolveram em seu artigo três hipóteses que sustentam a sua teoria. A primeira hipótese afirma que, em equilíbrio, o valor de

mercado de uma empresa alavancada e de uma empresa não alavancada deveria ser o mesmo, pois o julgamento realizado por investidores, através da compra e venda de títulos e ações, levaria a uma troca de renda entre diferentes fluxos. Ou seja, o investidor, ao explorar oportunidades, venderia ações de uma empresa bem valorizada, fazendo com que o valor de suas ações tivessem uma baixa, e compraria ações de uma empresa subvalorizada, resultando em uma valorização no preço das ações da mesma. Desta forma, haveria um equilíbrio entre oferta e demanda de ações, atendendo à eliminação da diferença entre os valores de mercado dessas empresas.

A segunda hipótese demonstra que a remuneração esperada pelos acionistas apresenta uma correlação linear e constante com a alavancagem da empresa. Essa hipótese transcorre do fato de que ao elevar a utilização de capital de terceiros a empresa assume um risco maior, que é compensado pelos acionistas através do aumento do retorno exigido sobre os seus investimentos.

A terceira hipótese demonstra que a empresa deve explorar apenas projetos de investimento com retorno igual ou maior ao custo de capital empregado no mesmo, não sendo importante a forma como esse investimento será financiado. Através dessa proposição, torna-se evidente que o valor de mercado da empresa é definido pela sua política de investimentos e assim, qualquer influência da estrutura de capital utilizada pela empresa é anulada.

Sabendo disso, Jorgenson provou que o coeficiente da variável vendas é predominante e relevante para explicar o comportamento do investimento. As empresas escolhem quanto produzir a partir da perspectiva de mercados em concorrência perfeita, vendendo a oferta que criam. Assim, as vendas geram impactos sobre o gasto da empresa.

Ainda assim, em situações de mercado de capitais imperfeitos que existem problemas de assimetria de informação, custos de agência e custos de transação, a decisão de investimento da empresa está condicionada à escolha da sua composição de financiamento, ou seja, da sua estrutura de capital. Segundo Zani (2005) os fundos necessários para a realização de investimento são obtidos através de capital próprio ou de terceiros, em que, no capital próprio são emitidas ações e, no capital de terceiros, são emitidos títulos de dívidas e pagos juros aos detentores desses títulos. No entanto, segundo Crisóstomo, Iturriaga e Valledado (2012 apud ZANI, 2005) empresas restritas financeiramente têm altos custos de financiamento externo, o que as obriga a usar recursos internos, tornando, assim, os seus projetos de investimento extremamente dependentes da disponibilidade de fluxo de caixa gerado internamente.

Elliot (1973) ressalta que a condição de liquidez das firmas afetava o gasto de investimento, o conceito de firma representativa predominava ocultando as diferenças financeiras entre as empresas. O estudo realizado por Casagrande (2002), que faz um estudo econométrico do caso, mostra que este modelo é aplicado para todas as firmas, desconsiderando suas características financeiras. Assim, os testes não poderiam identificar se a sensibilidade do investimento em relação às variáveis financeiras diferem entre as várias firmas.

A nova visão da teoria do investimento diz que o modelo neoclássico não mostra uma relação fatal devido a aceitação do conceito de firma representativa. Quando a teoria supunha que o crescimento das vendas estava relacionado à política

de maximização de lucros que, desta forma, estimulava a firma a ajustar seu nível ótimo de capital, ocultando uma outra relação: o impacto das vendas pode estar sendo considerado, enquanto que o impacto do custo do capital, por outro lado, pode estar sendo superestimado.

A primeira implicação é que não separando os efeitos pode dar à abordagem neoclássica mais crédito do que lhe é devido e além disso, pode causar grandes danos aos agentes econômicos, se a política econômica for orientada sobre tal indeterminação.

As empresas com diferentes condições financeiras também teriam diferentes condições de financiamento, tanto em mercados de crédito quanto mercados de capital. Desta forma, houve a necessidade de romper a teoria com o conceito de firma representativa, dando lugar ao novo termo “hierarquia financeira” (Fazzari *et alli*, 1988).

No estudo de Casagrande (2002) é possível observar essas informações descritas. A elevada oscilação da variação do capital de giro em relação às outras variáveis demonstram que é o recurso mais contraído. A reversibilidade do capital de giro compensa a falta de recursos de longo prazo como fonte de financiamento. Nos períodos de inflação elevada, os recursos do capital circulante podem ter sido a opção de financiamento utilizada. Assim as empresas mantinham, devido à alta inflação, um grande volume de recursos na forma líquida, remunerados diariamente a juro e correção monetária. Em outros casos, a especulação não se dava com as aplicações financeiras, mas com os estoques. Portanto, diante de uma possibilidade ou necessidade de investimento, ocorria a contração de aplicações financeiras ou de estoques, gerando liquidez para aquisição de ativos permanentes. De outra forma, apesar do elevado custo das fontes de curto prazo, era possível repassar estes custos aos preços, fechando o circuito de financiamento.

Casagrande (2002) pode concluir em seu trabalho que os problemas da dependência da contração do capital circulante para investir deixam a economia brasileira em uma fragilizada situação. O investimento em capital circulante está concorrendo com os investimentos em ativos fixos, a contração do capital circulante reduz as garantias de solvência das firmas. Nos períodos recessivos ocorre uma redução do capital circulante líquido. Assim, as firmas devem reduzir ou paralisar seus investimentos. De qualquer forma, a variável responsável pela proteção da solvência das empresas no Brasil, está relacionada com o aumento da capacidade produtiva da economia. Os efeitos de uma crise financeira, por exemplo, ou de uma política econômica restritiva são amplificados, causando um impacto maior do que o esperado sobre o emprego e a renda causados pela sensibilidade do investimento relacionadas com as variáveis financeiras das empresas.

Stiglitz e Weiss (1981 apud MACHADO, 2015) mostram em seu estudo um funcionamento do mercado de empréstimos bancários. No modelo de racionamento de crédito demonstrado, em que, haviam diversos mutuários e bancos interessados em maximizar os seus ganhos, os autores demonstraram que as existências de imperfeições de mercado prejudicam, a identificação dos bons e maus pagadores, por parte dos bancos.

Assim, com o objetivo de identificar os tomadores de empréstimos menos propensos a pagar, as instituições financeiras utilizam a taxa de juros como um modo

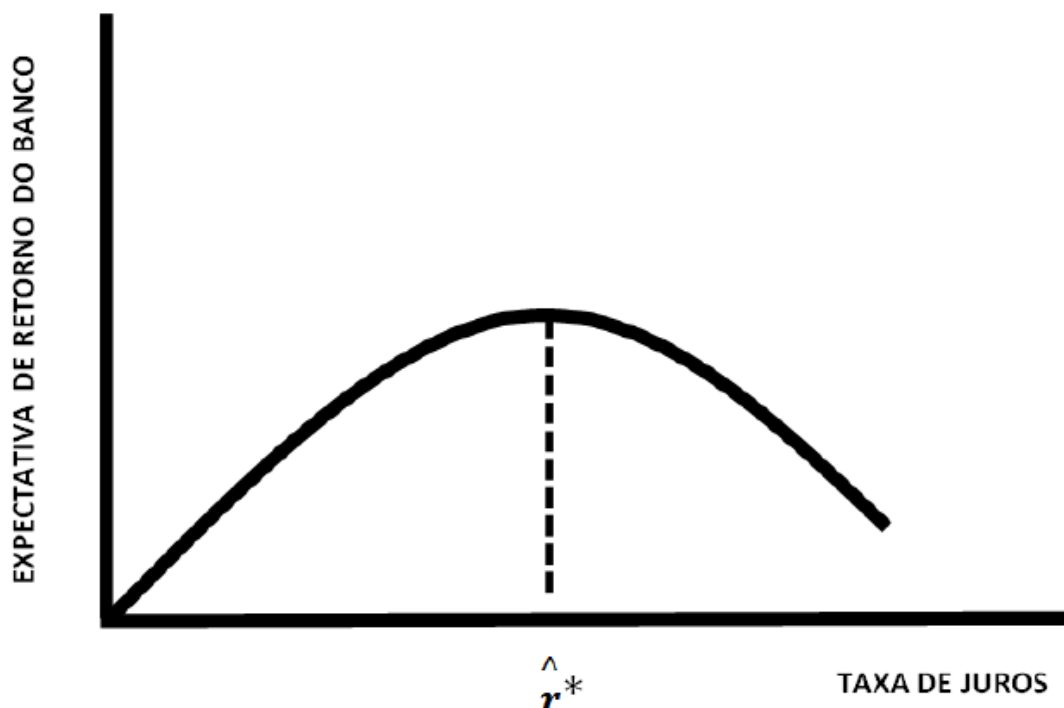
de rastreamento. Mutuários que estão dispostos a pagar altas taxas de juros podem, em média, representar um risco maior porque sabem que a sua probabilidade de reembolsar o empréstimo adquirido é baixa (STIGLITZ; WEISS, 1981).

Porém no estudo, a taxa de juros cobrada pelos bancos pode afetar o grau de risco do conjunto de empréstimos concedidos, por meio de escolhas de potenciais tomadores de empréstimos, ou ações que afetem o comportamento dos tomadores de empréstimos. Ambos os efeitos decorrem diretamente da informação imperfeita que está presente no mercado de crédito bancário.

Em relação à seleção adversa da taxa de juros, ela é uma consequência da presença de diferentes mutuários, com diferentes probabilidades de reembolsar seus empréstimos, presentes no mercado de crédito bancário. Ao elevar ou reduzir a taxa de juros, a fim de “controlar” e identificar os maus pagadores, bancos penalizam alguns investidores avessos ao risco, muito provavelmente com projetos de investimento de melhor qualidade, mas que são desestimulados a contrair empréstimos devido às altas taxas de juros. Neste cenário, o efeito incentivo também é verificado, uma vez que surgem incentivos para que investidores incorram em projetos de investimento com retornos elevados, mas de alto risco.

Desta forma, os bancos determinam uma taxa de juros que maximize o retorno da sua carteira de investimentos e limitam a quantidade de concessão de empréstimos, como é demonstrado na figura 1. O ponto “r” representa a intersecção entre a taxa de juros e a expectativa de retorno do banco (o ponto de equilíbrio no qual o banco maximiza os seus lucros). Nesse ponto a demanda por fundos excede a oferta de crédito, indicando como um ponto de equilíbrio com racionamento de crédito.

**FIGURA 2: TAXA DE JUROS DE EQUILIBRIO**



FONTE: Stiglitz e Weiss (1981)

Stiglitz e Weiss (1981) ressaltam que no modelo apresentado em seu trabalho existem taxas de juros onde a demanda por fundos emprestáveis tornam iguais à sua oferta. Porém, estas não são as taxas de juros de equilíbrio geral. Caso os bancos possam aumentar os seus lucros diminuindo ou elevando a taxa de juros cobrada dos mutuários, eles fariam.

Depois que essa quantidade de concessão de empréstimos é definida, mesmo que exista oferta de crédito, novos tomadores de empréstimos não conseguem receber, já que o banco acredita que esses mutuários possuem uma propensão maior de inadimplência. No julgamento dos bancos, empréstimos à uma taxa de juros superior a “ $r$ ” reduzem o retorno esperado das suas operações, sabendo que ocorrem riscos maiores do que os empréstimos concedidos à taxa de juros de equilíbrio.

Desta maneira, os bancos não têm incentivos para suprir essa demanda, dando continuidade à desigualdade entre demanda e oferta de crédito. Ademias, em um equilíbrio com racionamento de crédito, a oferta de fundos é afetada, prejudicando consequentemente o nível de investimento, não através do mecanismo da taxa de juros, mas sim através da redução na disponibilidade de crédito (STIGLITZ; WEISS, 1981). Neste ponto torna-se evidente o fundamento da restrição financeira, em que, os bancos, responsáveis por prover as demandas por crédito das empresas, restringem a concessão de recursos disponíveis devido à imperfeições de mercado.

Outro estudo de Fazzari, Hubbard e Petersen (1998), é considerado que uma estrutura financeira de uma empresa é irrelevante para investimento, pois fundos externos fornecem um substituto perfeito para o capital interno. De modo geral, com mercados de capitais perfeitos, as decisões de investimento de uma empresa são independentes da sua condição financeira. De forma contrária, caso seja baseado que o capital interno e externo não são substitutos perfeitos, o investimento pode depender de fatores financeiros, como por exemplo, a disponibilidade de financiamento interno, acesso a novas dívidas ou financiamento de capital próprio ou o funcionamento de determinados mercados de crédito.

Neste estudo, os autores mostram modelos convencionais de investimento sobre imperfeições do mercado de capitais e as disparidades no acesso de empresas individuais aos mercados de capitais. É possível observar que para algumas empresas tem fatores financeiros que parecem ser relevantes no sentido de que o capital externo não é um substituto perfeito para os fundos internos, particularmente no curto prazo. Para fornecer uma base para tal imperfeição, foram analisados problemas nos mercados de capitais, especialmente assimetria de informações. O financiamento externo provem da avaliação da qualidade do investimento das empresas para futuras oportunidades. Como resultado, o custo da nova dívida e capital pode prolongar o custo de oportunidade de financiamento interno gerado através do fluxo de caixa e lucros acumulados.

O trabalho de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) começa revendo o papel dos fatores financeiros em investimentos e depois documenta as diferenças nos padrões de financiamento por tamanho. Os autores mostram que se a desvantagem do custo de financiamento externo é pequeno, práticas de retenção mostram pouco sobre investimento: as empresas vão simplesmente usar recursos externos para facilitar o investimento quando financiamento interno oscila. Em casos que o custo desvantagem tem um resultado expressivo, as empresas que retêm e investem a maior parte dos rendimentos não têm nenhuma fonte de baixo custo de investimento



financeiro, e seu investimento deve ser conduzido por flutuações no fluxo de caixa. Foi encontrado também uma diferença entre as empresas relacionadas a sensibilidade do investimento ao balanço variáveis que medem a liquidez. Os efeitos financeiros sobre os investimentos são maiores nos momentos em que os problemas de informação do mercado de capitais são suscetíveis de serem mais grave para as empresas de alta retenção, esta descoberta reforça a tese de que as restrições de financiamento nos mercados de capitais afetam investimento.

Neste trabalho é possível concluir que as implicações das descobertas para as empresas mostra que o investimento pode ser sensível a carga fiscal e também ao imposto. Além disso, é possível relacionar sobre os problemas de organização industrial, tais como financeira as motivações para fusões de conglomerados. Finalmente, enquanto os mercados de capitais surgem relacionadas as empresas, restrições financeiras tendem a ter uma dimensão macroeconômica clara porque as flutuações nas empresas mostram que fluxo de caixa e liquidez são correlacionados com os movimentos do agregado economia ao longo do ciclo de negócios. Na medida em que empresas enfrentam restrições de financiamento, o seu comportamento pode ajudar a explicar movimentos agregados de investimento e assim as conclusões de modelos que mantem a suposição empresa representativa deve ser revisto.

A principal abordagem que iremos destacar sobre o financiamento do investimento no Brasil é demonstrado por Filardo (1986) e discutido no trabalho de Casagrande (2010). Este estudo mostra que Filardo (1986) investigou uma função de demanda por investimento a partir de uma amostra de 314 empresas, para o período de 1970 a 1977, obtida através do Cadastro Especial de Contribuintes (CADEC). Fazem parte da amostra analisadas, empresas de diversos setores da indústria da transformação, uma vez que são empresas que deveriam encontrar recursos dos mercados financeiros em qualquer situação, de modo que as transparências de suas informações fossem reveladas ao mercado conforme as normas de governança.

A autora construiu um modelo econométrico relacionado ao investimento proposto por Eisner (1978 apud CASAGRANDE), no qual o investimento é uma função de duas variáveis independentes e suas defasagens: vendas e lucratividade. A conclusão deste modelo foi que relação do investimento como função das vendas e das taxas de lucros, segundo vários níveis de agregação e formas de avaliar através de regressão. As agregações foram propostas para a empresa, média das firmas e média da indústria. Os resultados mais significativos foram obtidos no estudo foram através da estimativa da função investimento para a média da firma. Segundo Filardo (1986, p 71), a taxa de crescimento das vendas do presente e no período anterior indica para a firma a participação no mercado e desta forma, traz informações sobre a demanda futuro dos seus produtos. Assim, a taxa de crescimento das vendas está correlacionada de forma positiva com o investimento.

Outros estudos mostram como as pesquisas realizadas pela *Conjuntura Econômica*, conforme o estudo de Casagrande (2010), apontam que desde os anos 70, existe uma predominância do autofinanciamento do investimento para um grupo de grandes empresas no Brasil. Estudos desses cenários, demonstram que para uma amostra de empresas da indústria de transformação, escolhidas conforme seus volumes de ações na Bolsa de Valores, portanto sendo de capital aberto, nos anos 1989 a 96, mostram o autofinanciamento foi decisivo nestes anos analisados. Apesar disso, é necessário ressaltar o número de empresas da amostra não é constante no estudo. Assim, a autora não tem como prioridade acompanhar a evolução do mesmo

grupo de empresas ao longo do tempo. Estas são empresas que mantêm uma relação muito próxima com os investidores do mercado de capitais. As decisões estratégicas dessas empresas influenciam os preços de seus títulos e sua capacidade de obter financiamento através da emissão acionária.

Outro ponto importante a ser observado é que o grau de interação do mercado e da fluidez de suas informações, ambas a fonte principal de financiamento não foram as emissões. A questão principal do estudo é saber que tal evidência mostra é como as empresas no Brasil se financiam, especialmente quando observa-se um volume grande de prejuízos, como os registrados entre 1990 e 1994.

## 1.2 Análise Tradicional e Análise dinâmica de Capital de giro

A complexidade ascendente das organizações, na qual está associada à gestão do capital de giro, é um tema extremamente importante para atender necessidades e expectativas da própria organização, dos gestores e acionistas, uma vez que uma administração inadequada pode acarretar na insolvência da empresa.

Autores como Silva, Santos, Hein, Lyra (2012) explicitam a importância do capital de giro, sendo este a chave para uma boa administração financeira, existindo uma relação entre financiamento concedido e obtido. Esta necessidade de capital de giro é fundamental para estratégias de lucratividade, crescimento e financiamento.

Para financiar as necessidades de capital de giro, a empresa conta com três tipos de financiamentos: capital circulante próprio; empréstimos e financiamentos bancários a longo prazo; empréstimos bancários de curto prazo e duplicatas descontadas.

Assim, o capital de giro representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais identificadas desde a aquisição das matérias primas até sua ponta final na venda do produto. Seus elementos são identificados no ativo e passivo circulante.

Segundo Modro, Famá e Petrokas (2012) existem duas técnicas de análise das demonstrações financeiras que podem ser utilizadas para uma avaliação da liquidez e do capital de giro das empresas. A primeira utiliza a análise por meio de indicadores financeiros, sendo esta a análise tradicional, que é amplamente difundida no mundo acadêmico.

A segunda é uma análise dinâmica, que se baseia na reclassificação das contas do balanço patrimonial, levando em consideração sua relação com as operações das empresas. Esta análise por meio do cálculo e combinação da necessidade de capital de giro, o capital de giro e o saldo da tesouraria, determina a situação financeira de curto prazo da empresa.

O financiamento do capital de giro, que é uma das principais dificuldades das empresas, deve ter precaução nos recursos e utilização dos financeiros destas sejam corretamente avaliados e geridos, permitindo a continuidade das operações da empresa e também o alcance de seus objetivos.

O estudo de Modro, Famá e Petrokas (2012), explicita a análise comparativa entre os resultados obtidos pelos modelos descritos acima. Estes resultados sugerem que ambos os modelos apresentam vantagens e desvantagens. O modelo tradicional apresenta maior facilidade nos cálculos, porém exige maior percepção analista, já que os índices dependem de uma interpretação. Além disso, no estudo foi observado que a análise tradicional não revela de forma clara oscilações na situação financeira de curto prazo das empresas.

Entretanto o modelo dinâmico, exige conhecimento técnico na reclassificação das contas do balanço patrimonial, mas apesar disso, os resultados obtidos são objetivos e apresentam a situação financeira específica da empresa. Estes resultados apresentam maior sensibilidade e melhor capacidade produtiva sobre a situação do capital de giro.

Já no estudo de Silva, Santos, Hein, Lyra (2012), concentra nos resultados obtidos pelas análises, quando ambos têm a capacidade de averiguar o nível informacional do capital de giro de empresas do mesmo setor de forma semelhante. No estudo ainda, os autores verificaram que as análises são correlacionadas, já que ambos os indicadores possuem funções e objetivos parecidos e desta forma possuem o mesmo nível informacional.

Souza e Bruni (2008 apud SILVA, SANTOS, HEIN, LYRA, 2012), comentam que existem diferenças entre os dois tipos de análise. Os autores explicitam que o enfoque tradicional pressupõe a utilização integral dos ativos circulantes para o pagamento de dívidas. Enquanto que na análise dinâmica observa se a empresa consegue pagar seus compromissos.

Estes estudos são relevantes para empresa, visto que a situação de liquidez e solvência é uma preocupação diária nas organizações. Além disso, contribui ao demonstrar o nível informacional entre essas duas abordagens de análises, que após a conclusão do resultado pode direcionar para escolhas mais sofisticadas dos indicadores que são utilizados na análise da financeira, econômica e patrimonial.

### **1.3 Decisões de investimento no agronegócio**

Os itens anteriores discutiram elementos relacionados ao investimento no mercado de capital aberto e financiamento das firmas, agora neste tópico será analisado mais especificamente as decisões de investimento no agronegócio e também as técnicas que embasam tais decisões segundo Lazzarini e Chaddad (2000).

#### **1.3.1 Crédito para o agronegócio**

O funcionamento correto do mercado de crédito representa um dos fundamentos para a produção, em especial no agronegócio. Duas datas importantes marcam a história do crédito agrícola no Brasil:

1. 1937: Criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil;
2. 1965: Criação da Lei 4.289, que fundou o Sistema Nacional de Crédito Rural.

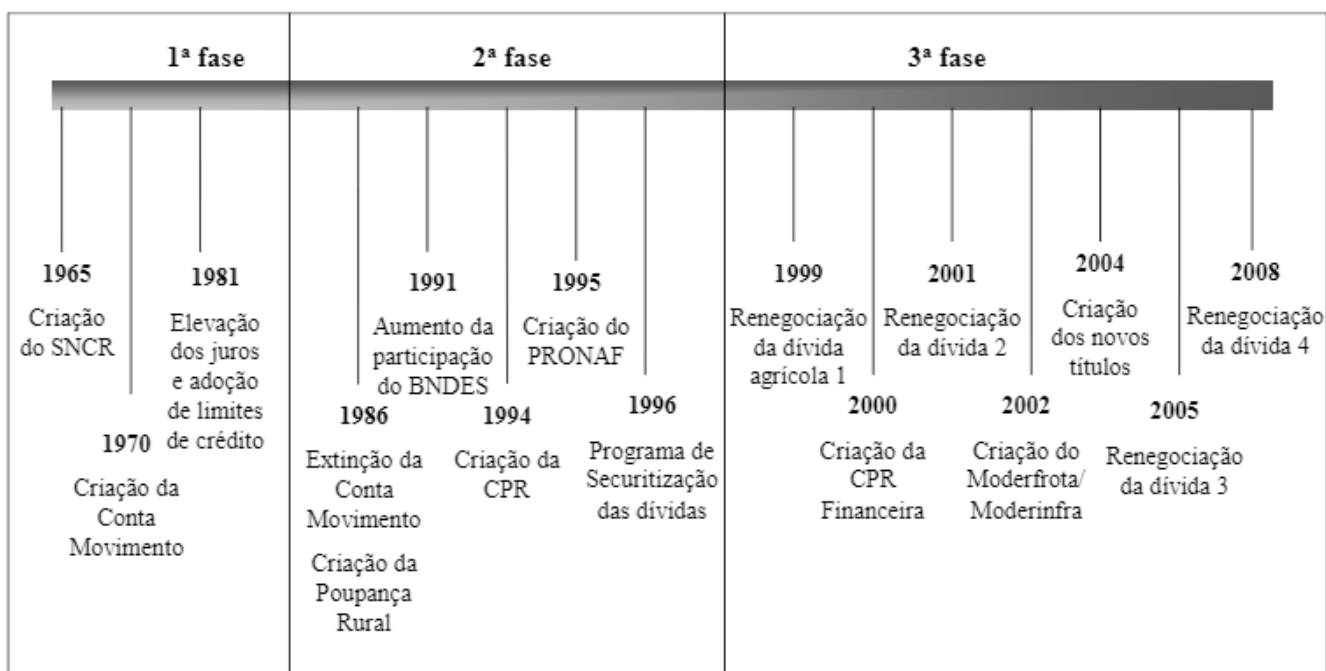
Almeida e Zylberstajn (2008), em seu estudo sobre crédito agrícola no Brasil destacam ainda, três períodos para o ambiente institucional do crédito para o agronegócio no país desde a fundação do Sistema Nacional de Crédito Rural.

O primeiro compreende os anos entre 1965 e 1980. O período marcado por uma taxa negativa de juros, contribuiu para que o crédito crescesse 415%, com amplas iniciativas voltadas à modernização do setor e consolidação de agroindústrias de processamento.

O segundo período entre os anos de 1981 e 1998 é evidenciado pela auto-regulamentação do mercado de crédito. O Estado diminui sua participação e intensifica-se a integração da relação da cadeia da agroindústria. O volume de crédito é reduzido e as taxas de juros aumentam. A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa) começa a ter uma importante atividade.

O último período é marcado pela atuação de cooperativas de produção e crédito na concessão de empréstimos a produtores, uma forma de sanar o problema da ausência de investimento no setor. Este período para os autores termina em 2008.

**FIGURA 3: PRINCIPAIS MARCOS INSTITUCIONAIS DO SISTEMA DE CRÉDITO AGRÍCOLA NO BRASIL ATÉ 2008**



FONTE: REVISTA ELETRÔNICA DE NEGÓCIOS INTERNACIONAIS, SÃO PAULO.

### 2.3.2 Agregação de valor

O processo em que commodities são transformadas de modo a atender as exigências dos consumidores finais é o conceito que está em torno do agrobusiness. Produtos de maior valor agregados ou maior adição de valor são aqueles mais elaborados e próximos do consumidor final. Estes são uma necessidade estratégica para que as corporações agroindustriais adquiram maiores margens e sobrevivam no mercado. Apesar disso, nesta análise tem dois tipos de falhas por não considerar aspectos econômicos e estratégicos.

O primeiro aspecto está relacionado ao fato de que investimentos devem ser delineados e implementados para adicionar valor à empresa, o que não significa adicionar valor ao produto. A adição de valor ao produto tem custos que vão além dos relacionados ao processamento, sendo os principais custos aqueles relacionados à entrada em mercados com padrões de concorrência, com a presença de grandes empresas com reputação já estabelecidas, domínio sobre os canais de distribuição e conhecimento sobre gostos e preferências dos consumidores finais. O resultado disso pode estar envolvido o insucesso sob alto custos das firmas.

O segundo aspecto relevante é que maiores preços não implicam em uma maior rentabilidade. A fórmula que demonstra a rentabilidade da empresa

(lucro/ativos) é igual ao produto entre a margem (lucro/receitas) e o giro (receitas/ativos). Ao verticalizar<sup>1</sup> a empresa, normalmente ocorrem dois efeitos:

- Maior necessidade de investimentos, relacionados as instalações industriais, promoção de produtos, conhecimento do novo mercado e desenvolvimento de capacitações para lidar com o novo padrão de concorrência. Isto reduz a rentabilidade.
- Uma redução no giro, pois ao criar um produto específico, se espera um mercado mais restrito, assim, o volume de receitas, proporcionalmente aos ativos empregados tende a reduzir.

Portanto podemos observar que mesmo que uma empresa se verticalize buscando aumentar a margem, o resultado sobre a sua rentabilidade é indeterminado. A decisão em verticalizar deve ser fortemente baseada em aspectos estratégicos tendo como foco a eficiência, pois desta forma é possível aumentar a rentabilidade do negócio e adicionar valor à empresa.

### 2.3.3 Investimentos específicos

Outro critério para se definir o nível ótimo de verticalização das firmas está ligado ao nível de especificidade dos ativos relacionados no negócio. Um ativo específico é quando ele perde o valor ao ser direcionado a outros usos ou usuário. Quanto mais específico for o ativo, e havendo a possibilidade de ação oportunista por parte dos agentes envolvidos na transação, maiores os custos de má adaptação em transações regidas pelo mercado (Williamson, 1991 apud LAZZARINI e CHADDAD, 2000).

). Ao longo do tempo torna-se cada vez mais necessário estabelecer mecanismos com maior nível de controle, por exemplo no caso de contratos ou alianças estratégicas.

Esta questão impacta decisões de financiamento de duas formas. A primeira é que havendo uma ligação mais forte entre empresas da agroindústria, o processo de financiamento naturalmente pode se dar como um resultado destas formas contratuais de coordenação. Assim, as decisões de investimento de um produtor influenciam a competitividade de uma dada indústria, principalmente se a dependência entre ambos for elevada (presença de ativos específicos).

Em segundo lugar, investimentos específicos passam a demandar um maior cuidado na formulação de como será financiado, principalmente relacionado à participação de recursos próprios (patrimônio) e de terceiros (dívidas). A hipótese de que investimentos em ativos específicos exigem maior participação de fontes de recursos que garantem maior controle sobre possíveis realocações que precisem ser feitas, por exemplo de recursos próprios (Williamson, 1988). Caso ocorra insucesso no planejamento e tenha sido financiado em grande parte por dívidas (recursos de

---

<sup>1</sup> “Verticalização: é a estratégia que prevê que a empresa produzirá internamente tudo o que puder, ou pelo menos tentará produzir”. Para maiores informações:  
<http://www.fem.unicamp.br/~sergio1/graduacao/EM335/Temas/HORIZONTALIZA%C7%C3O%20E%20VERTICALIZA%C7%C3O.htm>

terceiros), os credores irão demandar um retorno certo, devido as cláusulas contratuais já estabelecidas. Apesar disso, os ativos específicos por definição perdem valor quando direcionados a outros usuários ou usos, e assim, irá tornar mais custosa a resolução financeira. Os recursos próprios adaptam-se melhor a tais distúrbios.



## CAPÍTULO 2: O CENÁRIO DO AGRONEGÓCIO NACIONAL NO PERÍODO: 2012 E 2016

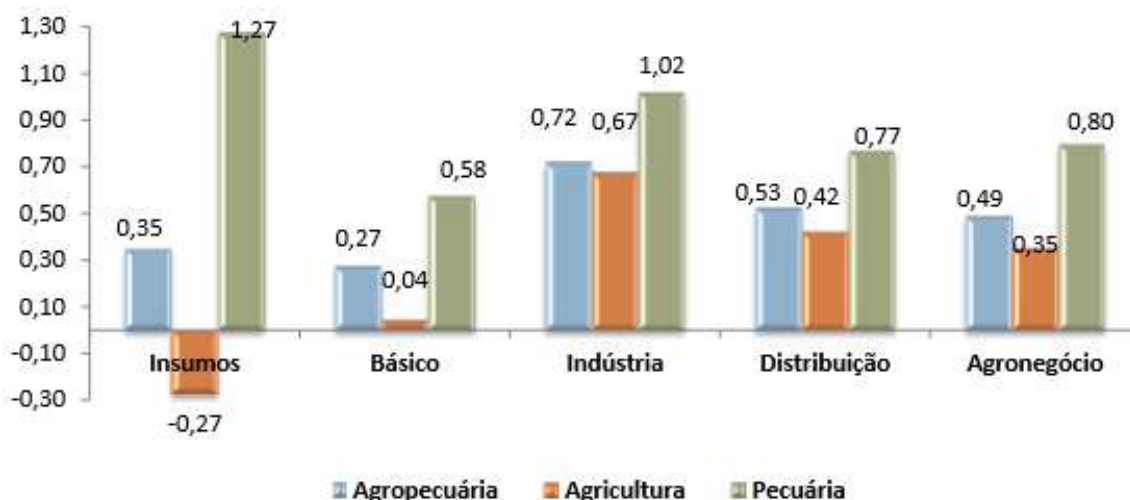
O capítulo 2 está estruturado para demonstrar e levantar o contexto do agronegócio do Brasil. Dividimos a abordagem biênios utilizando como fonte principal os dados do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada da Universidade de São Paulo, o CEPEA, por aspectos fornecidos pelo MAPA, Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento e informações obtidas junto ao Banco Central. Figuras foram utilizadas para mostrar comparativamente as taxas de crescimento dos segmentos do agronegócio no Brasil. Finalmente procuramos organizar uma subseção com os principais aspectos da macroeconomia que influenciam na atividade

### 2.1 Período 2013-2014

Após o cenário industrial de 2012 ter encolhido, em que o Produto Interno Bruto do setor sofreu uma queda de 1,5%, o ano de 2013 foi marcado por resultados positivos. A safra agrícola deste ano atingiu recordes, na qual o milho, a soja e a cana de açúcar representam mais de 60% do total de R\$ 272,151 bilhões previstos para os 20 principais cultivos do país no ano.

No ano de 2013, é possível observar um aumento em todos os segmentos da agropecuária- insumos, básico, indústria, distribuição e agronegócio- assim como no acumulado do ano. Ocorreu também uma variação positiva tanto para a agricultura quanto para a pecuária, apesar de algumas oscilações, ao passo que este último obteve um crescimento expressivo de 11,66% em relação ao ano anterior. O PIB do agronegócio brasileiro terminou 2013 com alta de 4,45%.

**FIGURA 4: TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DO AGRONEGÓCIO- DEZEMBRO 2013 (%)**



Fonte: CEPEA- USP E CNA

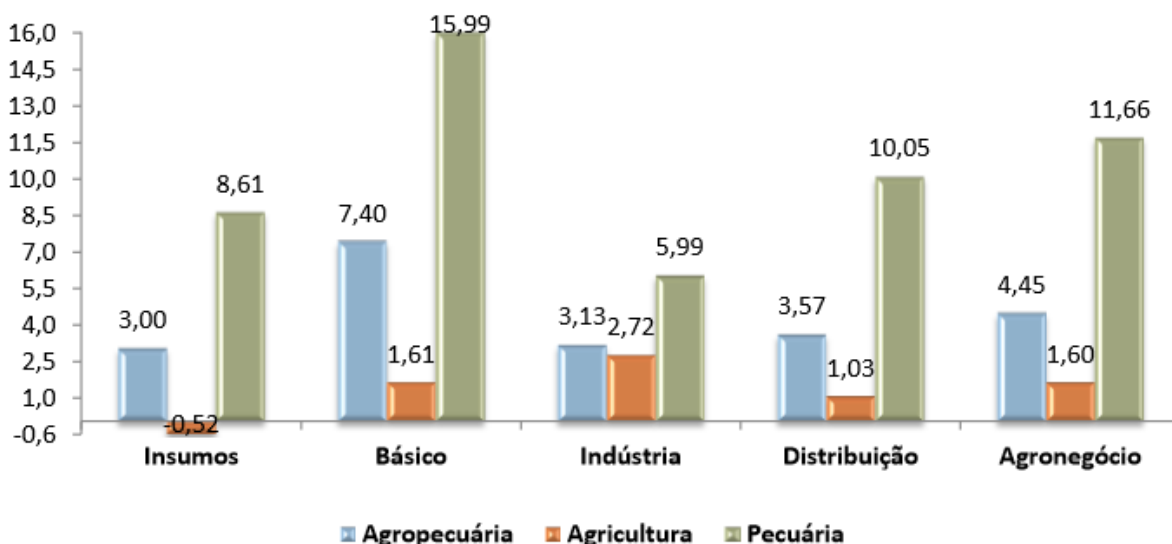
No final de 2013, a agropecuária cresceu ao longo do ano, destacando principalmente o segmento básico com 7,4%. Já cadeia da agricultura também fechou

o ano em alta, de 1,6%, ainda que tenha oscilado ao longo de 2013. Somente os insumos agrícolas apresentaram retração anual de 0,52%, além desse fato, os outros segmentos cresceram.

Para o segmento básico da agricultura, a batata e o trigo tiveram as maiores valorizações no ano. Para ambos, o bom desempenho foram resultados em decorrência dos preços e das quantidades produzidas. Já os piores desempenhos foram da laranja, cebola e café.

A agroindústria também finalizou 2013 com expansão, de 3,13%. Para a indústria de base agrícola o crescimento foi de 2,72% e para a pecuária de 5,99%. Os destaques em aumento de renda no ano foram as indústrias do e de laticínios, com elevação dos preços e do volume. Para o etanol, mesmo com maior produção e demanda aquecida, a indústria enfrentou em 2013 um quadro de crise, com crescentes custos de produção e limitação de reajuste nos preços, dado o vínculo com valores da gasolina. Em contrapartida, as indústrias do açúcar e de óleos vegetais foram as que mais caíram no ano.

**FIGURA 5: TAXAS DE CRESCIMENTO ACUMULADAS NO ANO DE 2013 (%)**



Fonte: CEPEA- USP E CNA

Em dezembro de 2013, a inflação (segundo o IPCA<sup>2</sup>) acelerou novamente, ficando em 0,92%. Neste contexto, o grupo de alimentos e bebidas foi o que registrou a maior alta, de 8,48%. Entretanto, quando comparado com o acumulado de 2012, a variação foi mais suave, de modo que no ano anterior os alimentos e bebidas aumentaram 9,86%.

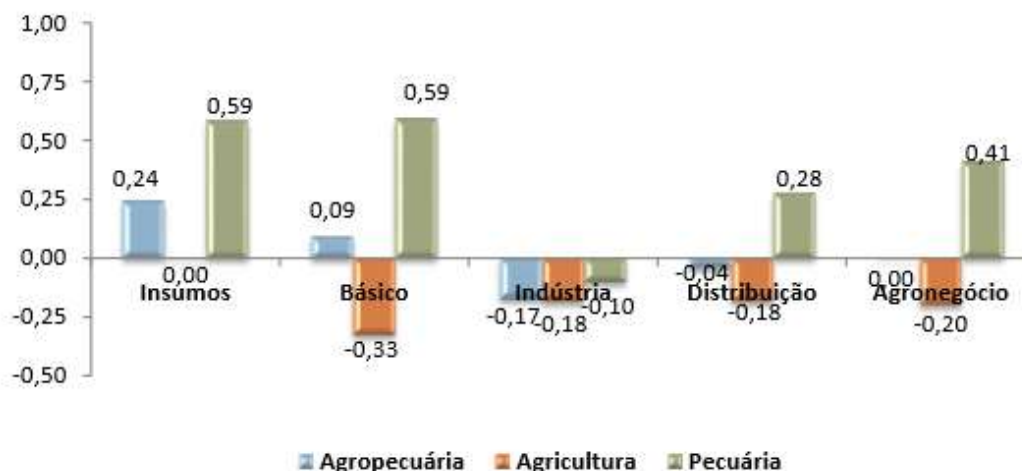
Já em 2014, a perspectiva de uma oferta mais abundante no ciclo 2014/2015 influenciou os preços dos produtores desde o final do primeiro semestre de 2014, desta forma pressionou a rentabilidade da agricultura e diminuiu o crescimento obtido em 2013. Indicadores como lucro da atividade, resultado líquido, rentabilidade

<sup>2</sup> Para mais detalhes:

[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca/defaultinpc.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm)

patrimonial e geração de caixa ficaram baixos quando relacionados à outras empresas no ranking de maiores empresas.

**FIGURA 6: TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DO AGRONEGÓCIO- DEZEMBRO 2014 (%)**

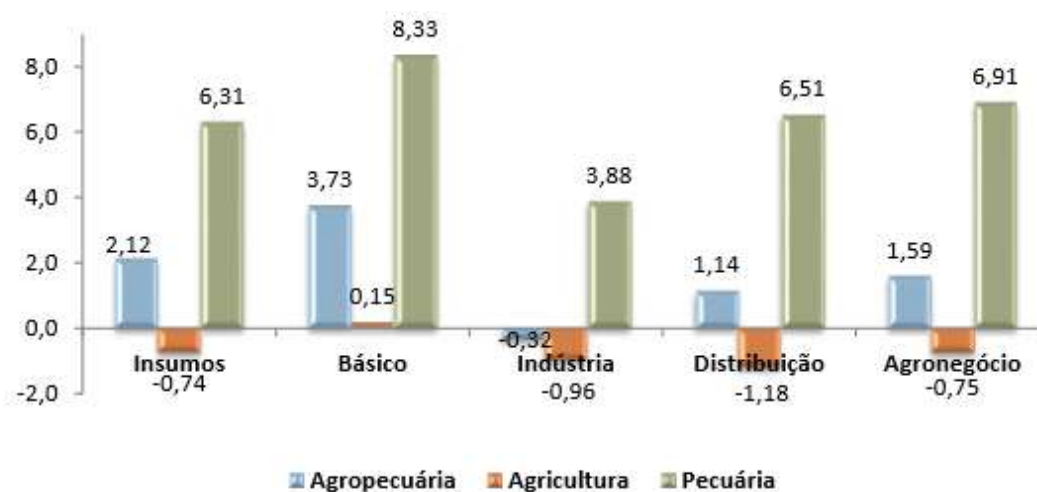


Fonte: CEPEA- USP E CNA

O balanço do ano de 2014 no setor do agronegócio é essencialmente explicada pelo desempenho positivo no ramo pecuário, por consequência de aumentos mensais consecutivos, a renda da pecuária acumulou expansão de 6,91% comparada ao ano anterior. Em relação aos seus segmentos, o principal impulso veio do aumento nas atividades primárias do ano, em 8,33%. Nos outros segmentos, as altas foram de 6,31% para insumos, 3,88% para indústria e 6,51% para distribuição.

O ramo agrícola fechou o ano em baixa de 0,75% no acumulado do período. Todos os seus segmentos apontaram desempenhos que oscilaram e não foram muito expressivos. Assim, no balanço anual, apenas o segmento primário acumulou variação positiva, apesar de ser baixa: 0,15%. Os insumos agrícolas recuaram 0,74%, a indústria, 0,96% e a distribuição, 1,18%.

**FIGURA 7: TAXAS DE CRESCIMENTO ACUMULADAS NO ANO DE 2014 (%)**



Fonte: CEPEA- USP E CNA

O PIB produzido pelo agronegócio em 2014, teve pouca expansão quando comparado ao ano anterior, apesar de já ser previsto pelo Banco Central com uma retração. A diferença no desempenho dos ramos agrícola e pecuário é notório no agronegócio. Enquanto a agricultura terminou 2014 em baixa de 0,75%, o crescimento da pecuária chegou a 6,91%, uma vez que é possível observar alta em todos os seus segmentos. Já no ramo agrícola, o único segmento que acumulou crescimento foi o primário com 0,15%. Ainda que pouco significativo, o crescimento nas atividades primárias agrícolas foi impulsionado pelo maior volume de produção, apesar de que em relação aos preços o cenário foi de baixa quando comparado a 2013. Este resultado, deve-se as baixas cotações de importantes culturas, como soja, milho, trigo, cana e algodão.

Ao contrário dos outros ramos, na pecuária, as cotações em alta foram responsáveis pela expansão do segmento. As elevadas cotações dos suínos e dos bovinos aceleraram o ritmo do setor, ainda que o frango vivo e o leite cru seguiram em desvalorização. No caso dos avicultores, é possível destacar que, apesar do recuo em relação a 2013, o poder de compra no ano foi um dos mais favoráveis desde 2004.

Em relação à macroeconomia do país, 2014 foi marcado por uma alta inflação e baixo crescimento econômico. As expectativas sobre uma alta movimentação na Copa do Mundo não se confirmaram. No segundo semestre do ano, o quadro de incertezas se espalharam e assim as previsões para o PIB foram caindo também e falta de confiança foi marcada em todos os setores. Com a proximidade das eleições, as perspectivas se tornaram ainda mais cautelosas. Após as eleições as medidas sinalizadas pelo governo mostraram que 2015 seria um ano com muitas dificuldades.

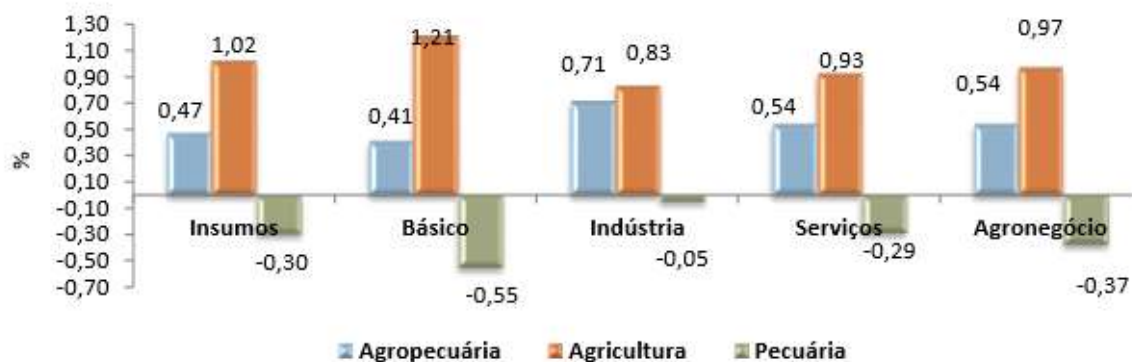
## 2.2 Período 2015-2016

Nos primeiros meses de 2015, o desempenho do agronegócio foi insatisfatório devido ao cenário macroeconômico desenvolvido no ano anterior. Esses fatores negativos tiveram um aumento nas receitas relacionadas à exportação por consequência do câmbio.

No final do ano foi possível observar que o Produto Interno Bruto do setor, cresceu 0,54%. Nos últimos dois meses ocorreram uma melhora no setor em decorrência ao ramo agrícola, que em novembro cresceu 0,97% e no acumulado uma alta de 1,12% em 2015, observando também que nos seus segmentos também ocorreram resultados positivos. Em relação ao ramo pecuário, no mês de novembro recuou 0,37% e obteve uma baixa de 1,14% no acumulado do ano, uma vez que seus segmentos apresentaram baixa em todos os seus segmentos.

Analisando separadamente os ramos, nota-se um o positivo desempenho recente do agronegócio relacionado à agricultura, já que a pecuária continua em queda. A dinâmica de preços melhorou os resultados no ramo agrícola, no segmento dos insumos, a valorização do dólar frente ao real no ano alavancou o faturamento, aumentando o preço dos fertilizantes. É necessário lembrar que neste ano ocorreu uma reversão da tendência e na parcial do ano, já que o resultado mudou para um crescimento.

**FIGURA 8: TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB DO AGRONEGÓCIO- NOVEMBRO 2015 (%)**

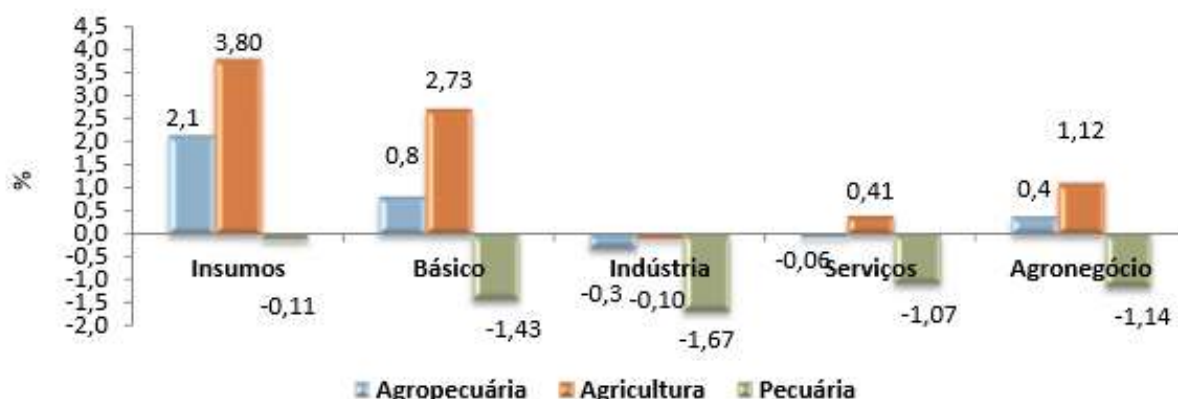


Fonte: CEPEA- USP E CNA

O segmento primário da pecuária do ano de 2015 tem recuado mensalmente desde o mês de abril, acumulando uma queda de 1,43%. Para explicar esse resultado insatisfatório, podemos citar o movimento de baixa nas atividades suinícola e leiteira; e também a dinâmica para a bovinocultura de corte.

Para agroindústria nacional de 2015, o resultado obtido em novembro foi o melhor do ano. Este desempenho está aliado ao crescimento da indústria de base agrícola (papel e celulose, açucareira e de óleos vegetais), uma vez que as indústrias têxteis e de vestuário continuam com resultados negativos relacionados a queda de produção.

**FIGURA 9: TAXAS DE CRESCIMENTO ACUMULADAS NO ANO DE 2015 (%)**



Fonte: CEPEA- USP E CNA

Contudo o ano de 2015 não foi bom para economia brasileira, que fechou o ano com queda no PIB. Essa pressão inflacionária, em conjunto com o alto desemprego e as taxas de juros elevadas diminuem o poder de compra dos consumidores e desta forma prejudicaram os investimentos, já que as despesas de consumo das famílias recuaram 4% no ano e a formação bruta de capital fixo retraiu 14,1%.<sup>3</sup>

Em 2015 a alta instabilidade política e a crise fiscal estendeu o ano inteiro, refletindo negativamente nas expectativas e no desempenho do agronegócio nacional, tendo pesado principalmente sobre os resultados da agroindústria e serviços. A valorização do dólar frente ao real apresentou efeitos distintos no agronegócio, uma vez que o movimento cambial levou a aumentos de custos para os produtores, que ainda foram influenciados pela alta da energia e dos combustíveis.

Este cenário negativo na economia brasileira prejudicou os produtores e as indústrias que estavam direcionados ao mercado interno e que não se beneficiaram do efeito positivo do câmbio sobre o preço de seus produtos comercializados. Neste contexto se insere o impacto positivo do aumento da taxa de câmbio sobre o agronegócio. No segundo semestre, a valorização cambial amenizou o efeito da retração dos preços internacionais em dólares sobre a rentabilidade das culturas e agroindústrias voltadas ao mercado externo. A recuperação dos níveis de preços da soja, milho, carnes, açúcar e papel e celulose foram um dos fatores que levou ao resultado positivo da renda do agronegócio em 2015.

Assim em 2015, o PIB do agronegócio brasileiro acumulou alta de 0,4% em 2015. Analisando pelos segmentos, o agronegócio foi impulsionado pelos insumos e pelo segmento básico, já que a indústria e os serviços acumularam baixa no ano. Em termos de produção, destacam-se as elevações nas safras de milho e soja. Já em relação aos preços, batata, cebola foram destaques do ano.

As principais pressões sobre o segmento pecuário foram a queda na produção de bovinos e nos volumes e preços do leite. É importante ressaltar que a valorização da arroba e do frango vivo ajudou a amenizar a queda do segmento. Para a indústria

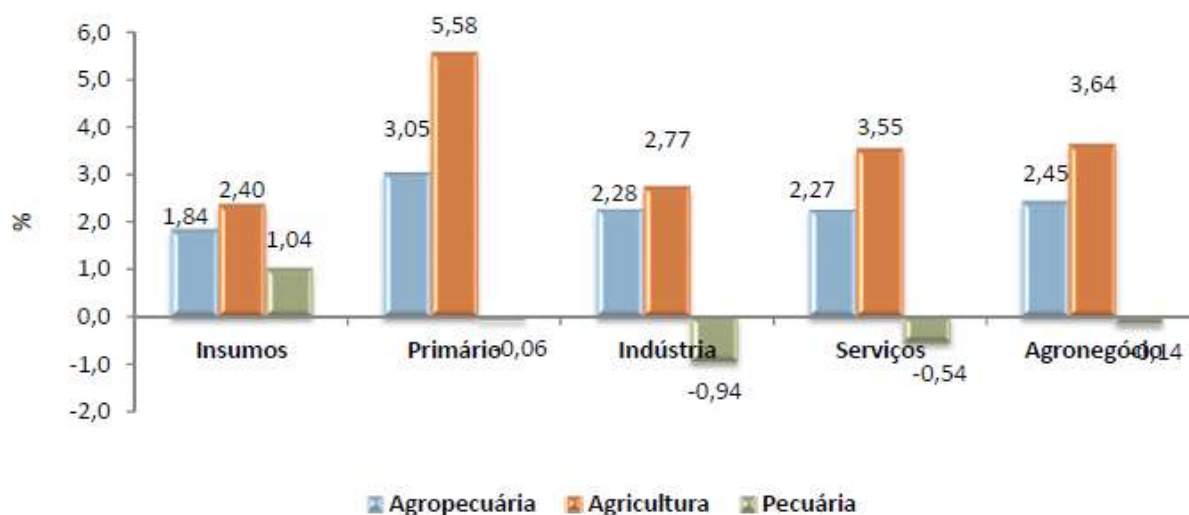
<sup>3</sup> Para observar mais detalhes:

[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/agropecuaria/lspa/default\\_publ\\_completa.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/agropecuaria/lspa/default_publ_completa.shtm)

de base agrícola, os resultados para madeira e mobiliário, têxtil e vestuário pressionaram o segmento. Nestas indústrias, o fraco desempenho relacionou-se a quedas na produção, efeito da conjuntura do mercado interno desfavorável. Apesar disso, o bom desempenho para papel e celulose, açúcar e óleos vegetais, indústrias que estão associadas ao mercado externo, ajudou a amenizar a baixa do segmento. Para estas indústrias, de modo geral, os melhores preços foram determinantes para o resultado. Para os pesquisadores da equipe Índices de Exportação Agro/Cepea, o agronegócio exportou uma quantidade recorde em 2015, com alta de 15,4% em relação a 2014. Além disso, o preço em dólares dos produtos exportados recuou 18%, que assim amenizou por uma queda de 22% no ICAgro (Índice de Câmbio Efetivo do Agronegócio) e resultou em um faturamento em reais 14% superior em 2015.

No meio de um cenário de crises políticas e de uma retração econômica em 2015, as empresas agroindústrias em 2016 contrasta com o resultado positivo obtido no agronegócio. Além desses fatores que prejudicaram esse ano, o fenômeno do El Niño prejudicou em 19,7 milhões de toneladas a produção brasileira de grãos na safra encerrada em junho; aliado a ele, devemos ressaltar a seca nas regiões Centro-Oeste. O clima ameno previsto ao longo do ano agrícola 2016/2017, sugere que o PIB do agronegócio registre uma aceleração no setor, destacando novamente do restante da economia, que deve continuar encolhendo.

**FIGURA 10: TAXAS DE CRESCIMENTO ACUMULADAS NO ANO DE 2016 ATÉ O MÊS DE JUNHO (%)**



Fonte: CEPEA- USP E CNA

A variável que ainda interfere no mercado agroindustrial é o câmbio, que vem enfrentando apreciação nos últimos tempos. Esta pode reduzir as perspectivas de elevação de receitas, ainda que possam contribuir para conter alguns custos.

Até junho de 2016, o PIB do agronegócio acumulou alta de 2,45% comparado ao ano anterior. O destaque ainda segue sendo o ramo agrícola, enquanto o pecuário despencou. Nos ramos agroindústrias seguem em destaque o açúcar, etanol e óleos vegetais.

Em questões macroeconômicas, apesar do PIB brasileiro ter recuado e o mercado ter perspectivas desfavoráveis, o agronegócio continua crescendo, sem crises no setor, graças as altas rentabilidades nas vendas dos mercados externos. Porém para o consumidor final, o aumento nas cotações dos produtos agrícolas reflete-se como inflação.



## 2.3 Aspectos relevantes da macroeconomia

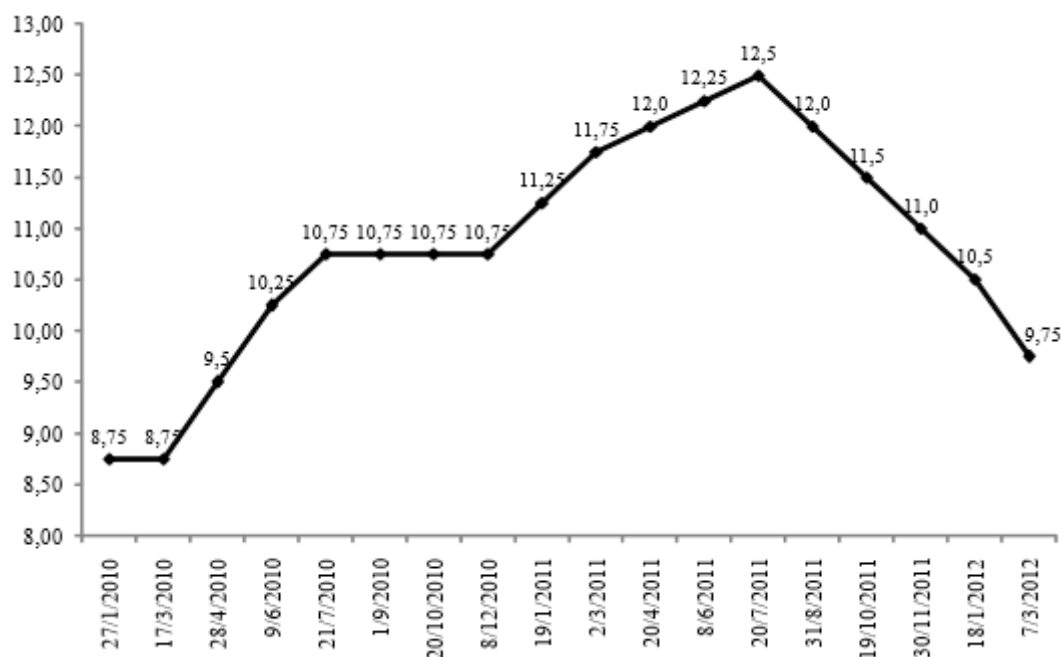
Para uma análise do comportamento dos índices das empresas, no próximo capítulo, é necessário contextualizar o momento vivido pela economia brasileira no período analisado. Essa necessidade se deve ao fato de que certos fatores como a classificação de risco de investimento no país, a inflação, as taxas de rendimento, visões otimistas ou pessimistas em relação ao país, influenciaram efetivamente no momento de decisões para investir nas empresas e, conseqüentemente, no valor de mercado da empresa e seus devidos resultados.

### 2.3.1 Taxa de juros

Para um melhor entendimento, devemos lembrar que durante o primeiro ano do governo Dilma observou-se um momento de acomodação da economia comparado ao ano anterior, 2010, em que houve crescimento considerável da mesma, além da preocupação usual com o comportamento da inflação e da taxa de câmbio.

O comportamento dos preços internacionais das commodities, sofria com a pressão dos preços do setor de bens e serviços, além do fator demanda doméstica. Visto isso, o Banco Central agiu em relação à taxa SELIC, entrando num ciclo do aumento dessa taxa básica de juros até o mês de agosto do referido ano:

**FIGURA 11- TAXA SELIC- META FIXADA PELO COPOM (% a. a.)**



FONTE: BANCO CENTRAL

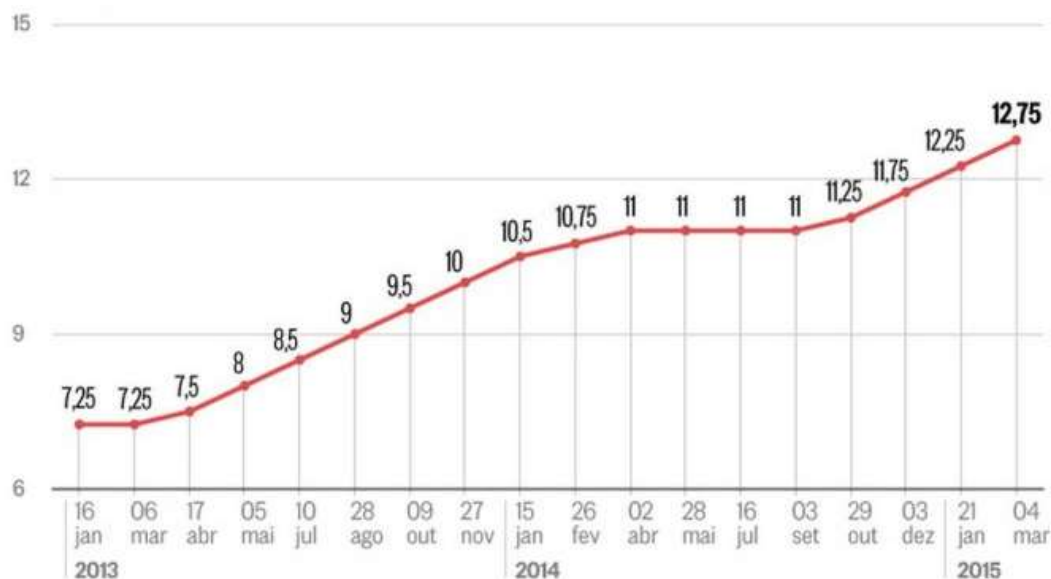
Esse ciclo foi interrompido graças ao abrandamento da crise europeia e sobre os reflexos positivos diretos nas exportações brasileiras e nos reflexos indiretos

positivos também sobre os preços das commodities, além do controle sobre os créditos e controle de capitais.

Em 2012, de acordo com os dados do IBGE, a taxa Selic chegou a 7,25% ao ano, seguindo a tendência deixada pelo ano de 2011 como observado no gráfico 1. Porém com a taxa básica de juros em baixa, foi necessário que o governo induzisse uma desvalorização de quase 20% da moeda brasileira. A economia interna apresentava uma inflação elevada de 5,7% nesse ano e uma depreciação em excesso poderia fazer com que houvesse uma inflação corretiva para poder alinhar o câmbio real, o que se demonstrou no ano de 2013 que a inflação terminou em 5,9%, com o IPCA atingindo 0,92% em dezembro, acima das expectativas de mercado (0,82%). A taxa Selic voltou a crescer, terminando em 10,75% ao ano, demonstra que com o anúncio da meta fiscal anunciada para o ano de 2014, com o baixo crescimento da nossa economia e com a menor volatilidade dos mercados internacionais fizeram com que o COPOM fosse mais rigoroso, também com o intuito de fazer com que se mantivesse a estabilidade da inflação ou até mesmo conseguir uma queda dela. Em 2014, a tendência de alta da taxa Selic manteve-se, finalizando o ano com 12,25%, e isso justificado pelo COPOM: “o cenário internacional está mais desinflacionário em razão do crescimento global menor em 2014 e da queda do preço das commodities. Do lado interno, o PIB deve crescer abaixo do potencial, a política fiscal está se tornando mais restritiva, e a expansão do crédito será moderada - em parte devido às iniciativas de redução de subsídios ” (MEGALE, Barbosa;2015).

O gráfico abaixo mostra a evolução da taxa básica Selic desde o começo de 2013 até o início de 2015, que como foi dito anteriormente, manteve a tendência de alta devido às políticas monetárias austeras adotadas pelo COPOM, reduzindo crédito e assim tentando reduzir a inflação.

**FIGURA 12- EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC (em %)**



FONTE: BANCO CENTRAL

### 2.3.2 Taxa de Câmbio

Em meados de 2012, com o cenário ruim da economia norte americana, a taxa selic brasileira encontrava-se em alta e o real apreciado.

Entretanto, em 2013 foi concretizada uma grande desvalorização do real. Existiram vários motivos causadores dessa depreciação. Um deles foi a queda da taxa selic para 7,5% o que fez com que fosse menos atrativo investir no Brasil. Outro e um dos principais deles foi a melhoria da economia americana que fez com que o FED reduzisse os estímulos monetários nos EUA.

Desta forma menos dinheiro circulou naquela economia, reduzindo quantidade de moeda para empréstimos e investimentos. Além disso, com a recessão americana as taxas de juros dos EUA aumentaram, e taxas de juros mais altas em um país extremamente seguro de se investir como os Estados Unidos é garantia de maior entrada de investimentos na América do Norte e menos no Brasil. Tudo isto foi o bastante para que o câmbio ficasse entre 2,20 e 2,45 em 2013.

Já em 2014 presenciamos dois tipos de situações diferentes. A primeira delas foi no início do ano até meados de março, quando o real continuava bastante depreciado, próximo de 2,40. Isto ocorreu pelos maiores cortes na oferta de moeda americana e também com as notas negativas recebidas pelo Brasil na Standards & Poor's<sup>4</sup> em relação a capacidade do país de pagar suas dívidas, levando a um aumento da desconfiança externa.

Porém, houve um segundo cenário a partir do fim de março, que com a queda da aprovação da presidente Dilma Rousseff, desencadearam a valorização das ações brasileiras, mais investimentos entraram no Brasil e o real sofreu uma apreciação, estando atualmente por volta de 2,22.

Esta retrospectiva nos mostra que ações intervencionistas do Banco Central podem ser úteis para amenizar variações cambiais, mas na maioria das vezes não são tão eficientes devido a imensa quantidade de fatores externos que influenciam a todo instante a economia doméstica. Trocas de ativos financeiros, mercadorias, e até mesmo informações e notícias causam muitas alterações nas variáveis macroeconômicas de um país. Por isso não vale a pena pensar que políticas monetárias exageradas e frequentes demais são a solução para o controle da economia de um país. Muito pelo contrário

Em 2015, a taxa de cambio registrou depreciação acentuada, movimento que foi associado: às incertezas em relação ao início do processo de normalização da política monetária dos Estados Unidos da América; aos impactos da desaceleração do crescimento econômico da China (que atualmente é o principal parceiro comercial do Brasil) sobre preços de commodities com participação relevante na pauta exportadora brasileira; e também aos efeitos da redução da nota de crédito do Brasil por importantes agências de rating.

Nesse contexto, em que a taxa de câmbio nominal (venda) registrou desvalorização de 47,0% no ano, passando de R\$2,6562/US\$, ao final de 2014, para R\$3,9048/US\$, ao final de 2015, o Banco Central atuou no mercado de câmbio com vistas a reduzir a variação das cotações, e assim garantir a fluidez do mercado e oferecer proteção cambial aos agentes econômicos.

---

<sup>4</sup> Divisão do grupo McGraw-Hill que publica análises e pesquisas sobre bolsas de valores e títulos.

### 2.3.3 Rendimento médio real

Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua, divulgada pelo IBGE, o rendimento médio real teve variações significativas, principalmente quando analisadas trimestralmente.

**FIGURA 13- EVOLUÇÃO DO RENDIMENTO MÉDIO REAL HABITUAL**



FONTE: IBGE

Em 2016, a pesquisa estimou em R\$ 2.015, que representa uma variação de -2,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. Entretanto, houve aumento de 0,9% em relação ao trimestre anterior. A população em idade de trabalhar foi estimada em 166.499 mil pessoas, aumentando em 1.992 mil pessoas, 1,2% em relação ao mesmo período do ano anterior.

É necessário lembrar que a população ocupada em 2016 foi estimada em 89.835 mil pessoas, variando em -2.255 mil pessoas, ou seja, -2,4% em relação ao mesmo período do ano anterior. Assim, a população desocupada aumentou em 3.043 mil pessoas, sendo estimada em 12.022 mil pessoas, variando 33,9% em relação ao mesmo período do ano anterior.

### 2.3.4 Inflação

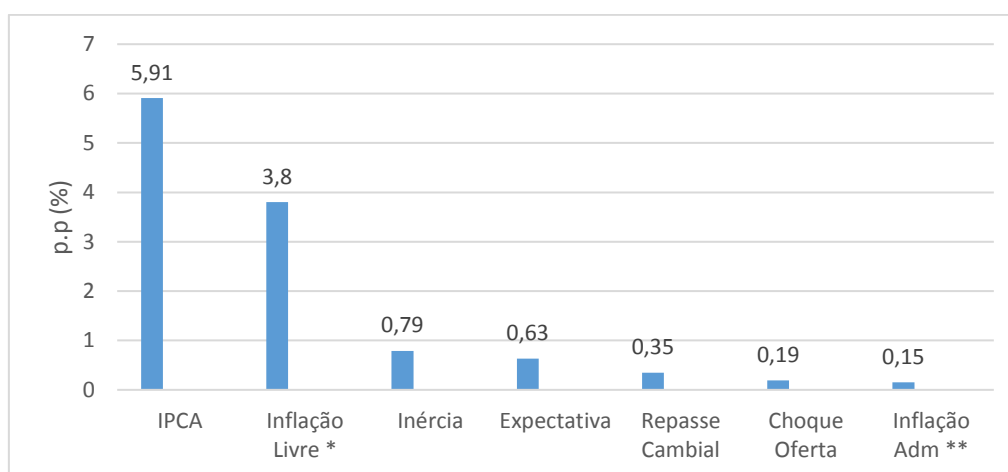
Para uma análise da inflação do período observado, foram feitas estimativas de componentes da taxa de inflação medida pela Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), retirados de modelos de projeções do Banco Central. A análise da inflação é decomposta em seis componentes: variação cambial; inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; choque de oferta; diferença entre expectativas de

inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; inflação de preços administrativos, excluindo o segundo item citado.

Considerando os seis componentes citados no ano de 2012, a inflação, medida pela variação do IPCA em doze meses, alcançou 5,53% em novembro, 1,11 p.p. abaixo da registrada no mesmo mês de 2011. Os preços livres variaram 6,23% em doze meses até novembro (0,56 p.p. menos do que em novembro de 2011) e os administrados por contrato e monitorados, 3,50% (2,77 p.p. menos do que em novembro de 2011). Embora se mostrem decrescentes, pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas determinaram alta de 10,08% nesse grupo em doze meses até novembro. Por sua vez, a inflação do setor de serviços, que vem sistematicamente se mantendo em patamar superior à do total dos preços livres, atingiu 8,24% em doze meses até novembro. Desta forma, a inflação em 2012 ainda segue em níveis elevados, é possível observar que são decrescentes as pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas e a variação dos preços administrados tem sido bastante moderada.

Observando o Gráfico 8, ocorreu uma maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA em 2013 tem origem dos preços livres- 3,80 pontos percentuais, em seguida pela contribuição da inércia- 0,79 p.p. e pela das expectativas- 0,63 p.p. Percentualmente, esses três itens responderam por 64,3%, 13,4% e 10,7% da inflação total em 2013. Além disso, o repasse cambial, o choque de oferta e a inflação de administrados contribuíram com 0,35 p.p., 0,19 p.p. e 0,15 p.p.; assim em termos relativos com 5,9%, 3,2% e 2,5% da variação total do IPCA, respectivamente.

### GRÁFICO 1: DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO DE 2013



\*Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas

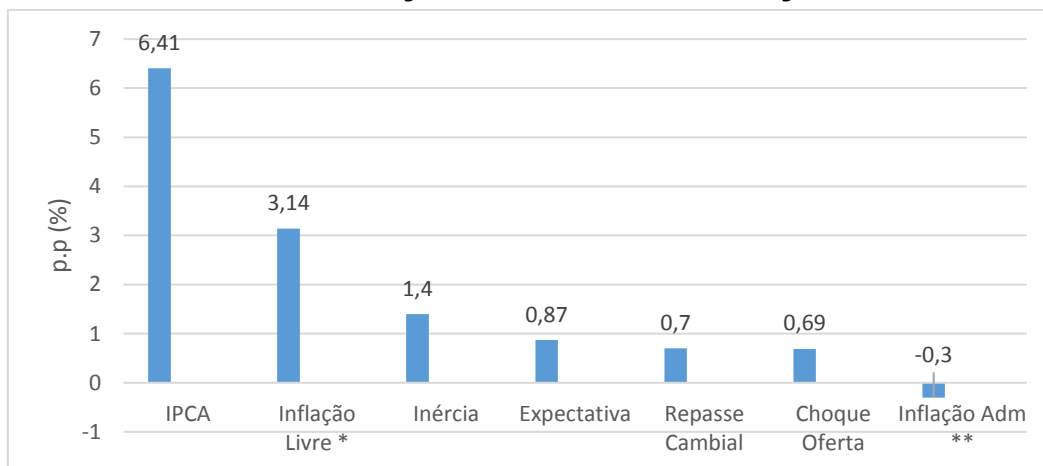
\*\*Excluindo inércia

Fonte: BANCO CENTRAL

Já no ano de 2014, utilizando os componentes já descritos, podemos observar no Gráfico 9, a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA veio dos preços livres- 3,14 p.p, contribuição dos preços administrados- 1,04 p.p. e do choque de oferta- 0,87 p.p. Percentualmente, esses três itens responderam por

49,0%, 16,2% e 13,6% da inflação total em 2014. Já a inércia, as expectativas e o repasse cambial contribuíram com 0,70 p.p., 0,69 p.p. e -0,03 p.p.; desta forma em termos relativos, com 10,9%, 10,8% e -0,5% da variação total do IPCA

**GRÁFICO 2: DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO DE 2014**



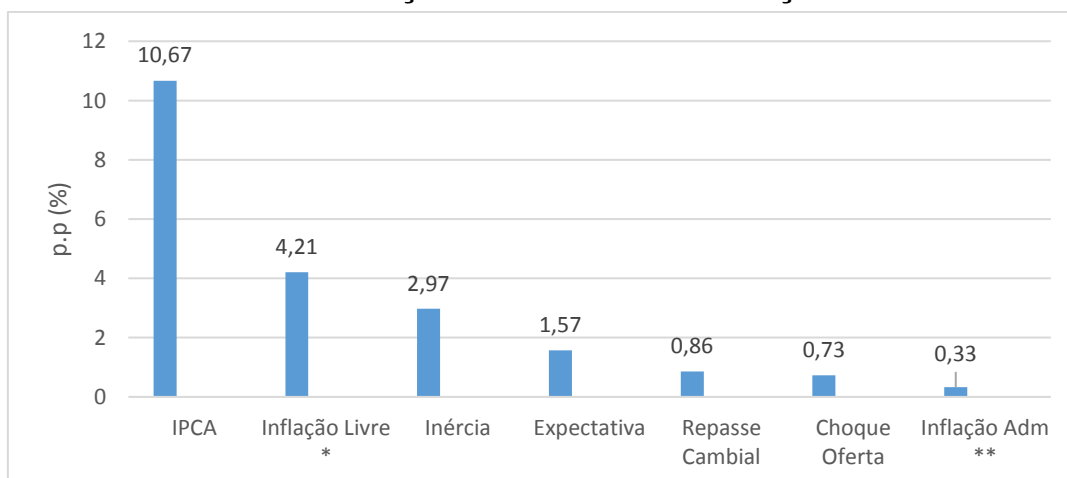
\*Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas

\*\*Excluindo inércia

Fonte: BANCO CENTRAL

Em 2015, considerando os seis componentes, conforme o Gráfico 4, nota-se que a maior contribuição para a variação absoluta do IPCA veio dos preços administrados- 4,21 p.p., seguida da contribuição da inflação de preços livres- 2,97 p.p., do repasse cambial- 1,57 p.p. e dos choques de oferta- 0,86 p.p. Em termos relativos, esses quatro itens corresponderam, por 39,5%, 27,8%, 14,7% e 8,1% da inflação total em 2015 – cerca de 90% do total da variação dos preços ao longo do ano. Assim, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,73 p.p. e 0,33 p.p. da variação total do IPCA, somando 9,9% do percentual total.

**GRÁFICO 3: DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO DE 2015**



\*Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas

\*\*Excluindo inércia

Fonte: BANCO CENTRAL

## **CAPÍTULO 3: ANÁLISE DO DESEMPENHO DO SETOR DE AÇÚCAR E ÁLCOOL**

Este capítulo analisa o desempenho das firmas selecionadas do segmento açúcar e álcool depois de contextualizarmos o referencial teórico com as variáveis do balanço de pagamentos e dos demonstrativos do resultado do exercício que são organizadas pela literatura com a finalidade de demonstrar o dinamismo da relação investimento e financiamento, passamos a tratar desta mesma relação a partir de uma amostra de firmas para o Brasil em primeiro lugar o contexto para o Brasil encontra no crédito um importante apoio.

A análise a seguir está organizada pela amostra da Revista Valor Econômico 100 dos anos de 2012 a 2015. Para o estudo específico cinco empresas do seguimento e açúcar e álcool, entre elas estão a Copersucar, Tereos Internacional, Biosev, São Martinho e a Santa Terezinha Participações. Os índices contemplados para análise segundo a revista da literatura que serão: margem líquida, rentabilidade do patrimônio líquido, nível de endividamento oneroso, liquidez corrente, giro do ativo e rentabilidade do ativo.

### **3.1 Setor de açúcar e álcool- Copersucar e Tereos Internacional**

O setor de açúcar e álcool está demonstrando que os ganhos de produtividade e o aumento da produção são impulsionados pelo financiamento à produção. É crescente a preocupação das empresas para alcançarem uma fatia do mercado externo, principalmente com a produção de energia ou etanol (este último como commodity).

No Brasil existe uma oscilação de produtividade, ocasionadas pela região produtora, pelo sistema de produção, uma vez que o cultivo de cana é extenso (cerca de 65% dos custos da agroindústria), a atual saída é o desenvolvimento e a diversificação de variedades. Estas variedades para as empresas analisadas no trabalho, normalmente tem como produção:

- Açúcar: o caldo é utilizado para a produção de açúcar bruto cristalizado, que é transformado em açúcar branco cristalizado.
- Etanol: o caldo pode também ser usado para produzir etanol anidro ou hidratado para uso como combustível.
- Energia: por meio da cogeração, o bagaço é utilizado como combustível para gerar a energia necessária para o funcionamento das fábricas. O excedente de energia é vendido à rede elétrica.

O setor de açúcar e álcool no Brasil possui diversas companhias de capital aberto. A seguir vamos conhecer melhor as duas maiores empresas em relação a sua receita, a empresa Copersucar e a empresa Tereos Internacional.

A Copersucar possui 35 unidades produtoras sócias, pertencentes a 21 grupos econômicos estas fazem parte da Cooperativa de Produtores de Cana-de-Açúcar, Açúcar e Álcool do Estado de São Paulo, criada em 1959. Conhecida inicialmente

como Cooperativa Central, na época possuía apenas dez unidades produtoras paulistas e duas entidades cooperativas regionais, a Coopira e a Coopereste.

A trajetória da empresa foi marcada pela inovação, a cooperativa teve participação fundamental no processo de modernização da agroindústria da cana-de-açúcar. Deveu a liderança e o patrocínio de notáveis avanços na reorganização do setor e também no desenvolvimento de tecnologias que elevaram o Brasil a possuir uma competitividade mundial em açúcar e etanol.

Em 2011 a Copersucar tornaram-se de utilização exclusiva da Copersucar S.A. Com a mudança, a nova razão social da Cooperativa passou a ser Cooperativa de Produtores de Cana-de-Açúcar, Açúcar e Álcool do Estado de São Paulo.

Em março de 2011 ocorreu a associação da Copersucar a outros grandes grupos empresariais, por meio da Logum Logística S.A. para serem realizados investimentos em logística. Ocorreu assim, a criação de um sistema integrado de distribuição de etanol, com a construção e desenvolvimento de polidutos, interligando as regiões produtoras aos maiores centros consumidores. Essa rede de dutos vai otimizar. Desta forma a companhia obteve a melhora na cadeia logística do etanol que comercializa, representando uma mudança na comercialização e na logística do combustível no mercado doméstico, já que atualmente no Brasil, não existe essa modalidade de transporte.

Em 2012 a Copersucar inaugurou o Terminal Multimodal de Ribeirão Preto. Esta obra incluiu a construção de uma malha ferroviária com 2,8 km de extensão, o que levou a importantes ganhos de produtividade e sociais ao sistema Copersucar.

No mesmo ano, a Copersucar adquiriu o controle da Eco-Energy, uma das principais tradings de biocombustíveis do Estados Unidos. Com a internacionalização das suas operações, a Copersucar assumiu a liderança global na comercialização de etanol no Brasil. No segmento de açúcar, criou a subsidiária Copersucar Asia, com sede em Hong Kong, atuando de forma mais próxima dos clientes daquela região.

O transporte marítimo é prioritário para a eficiência logística da Companhia. Em janeiro de 2011, a Copersucar S.A. criou, em conjunto com o Grupo Jamal Al-Ghurair, controlador da maior refinaria de açúcar do mundo (Al Khaleej Sugar - AKS), a Copa Shipping Company Limited, para contratar e gerenciar o transporte marítimo de açúcar e etanol. Com esta parceria, aumentou sua capacidade de planejamento e possibilitou a redução de custos, com mais qualidade e segurança na entrega dos produtos aos seus clientes, e maior competitividade.

Desde sua constituição, investimentos foram realizadas maneiras para ampliar a competitividade logística e o acesso ao mercado global, permitindo à Copersucar consolidar a oferta de seus produtos com custos competitivos, desde o campo até o cliente final, no Brasil e no exterior.

Em outubro de 2014, Copersucar e a Cargill formalizaram a criação da Alvean Sugar SL, *joint venture* com 50% de participação de cada empresa sócia, especializada na originação e comercialização global de açúcar bruto e branco.

Já a segunda empresa com maior receita líquida no Brasil, a Tereos Internacionali distribui produtos em mais de 100 países, em quatro continentes, atendendo mais de 3500 clientes. A empresa foi criada em 2002, a partir da Aquisição de Guarani por Tereos e nos anos seguintes criação de usinas e fabricas de cana de açúcar, com fabricação de etanol:



As atividades de processamento de cana-de-açúcar são operadas por meio da Guarani, no Brasil, por meio da Tereos Oceano Índico, na Ilha da Reunião, e por meio da Companhia de Sena, em Moçambique. A partir de 2013 a empresa se tornou a terceira maior produtora do Brasil e sexto maior produtor de etanol. A Tereos Internacional é um dos líderes na produção e distribuição de açúcares refinados especiais com alto valor agregado. A capacidade de processamento de cana-de-açúcar no Brasil foi de 21 milhões de toneladas para a safra 2012-2013.

A empresa é um dos grupos que mais cresceu no setor sucroenergético brasileiro, passando de 3,8 milhões de toneladas de cana-de-açúcar processada durante a safra de 2003-2004 para uma capacidade estimada em 20 milhões de toneladas na próxima safra de 2012-2013 (consolidação integral).

No exercício fiscal em 31 de março de 2013, as operações brasileiras registraram uma receita líquida de R\$2.079 milhões representando 27,2% da receita líquida consolidada da Companhia e um EBITDA<sup>5</sup> Ajustado de R\$393 milhões.

---

<sup>5</sup> Ebitda: Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Mede a capacidade de geração de recursos próprios. Para maiores informações consultar o livro "Análise Financeira de Balanços", Matarazzo, Dante Carmine, 7ª edição, p. 256.

### 3.2 Análise vertical e horizontal

A análise financeira de balanço tem como objetivo demonstrar o desempenho do patrimônio da empresa e da sua evolução, para poder adotar a melhor decisão e estratégia, através de uma visão econômico-financeira da empresa. Com isso, primeiramente serão usados dois métodos, explicitados a seguir. A análise vertical e horizontal permite conhecer as demonstrações financeiras que escapam à análise genérica através de índices.

A análise horizontal e vertical permite observar tendências dos resultados das empresas, o desempenho econômico e financeiro em um determinado período. A análise horizontal é feita através do avanço dos resultados alcançados nos períodos, ou seja, analisa o desempenho no período, como demonstrado abaixo:

$$\frac{Pt}{Pt - 1}$$

Desta forma, a análise horizontal explicita que a evolução de cada conta mostra os caminhos trilhados pela empresa e também as possíveis tendências dela.

Por outro lado, análise vertical permite observar quanto cada conta representa de um total, na análise do Balanço Patrimonial adota-se como total o Ativo e obtém a participação de cada item em relação ao todo, por exemplo:

$$\frac{\textit{Conta de Balanço}}{\textit{Ativo Total}}$$

Assim, a análise vertical demonstra que o percentual de cada conta mostra sua real importância no conjunto.

Com a demonstração do Balanço Patrimonial começamos nossa análise. O comportamento do ativo total é relevante para mostrar o valor total dos investimentos. Para as empresas selecionadas ocorreu crescimento dos ativos totais, exceto para Copersucar somente entre os anos 2014 e 2015.

Conforme podemos observar na tabela a baixo, as taxas acumuladas entre os anos de 2012 e 2015, obtiveram um aumento. Este aumento também pode ser observado nas taxas deflacionadas dos anos comparados, apesar do aumento não ser tão expansivo quanto as taxas nominais não deflacionarias.

**TABELA 1 – EVOLUÇÃO DO ATIVO TOTAL ENTRE 2012 E 2015**

ITEM	EMPRESA	VARIAÇÃO DA TAXA	TAXA DEFLACIONADA
ATIVO TOTAL	Copersucar	177,59%	141,38%
	Tereos Internacional	133,14%	105,99%
	Biosev	118,78%	94,56%
	Santa Terezinha Participações	148,32%	118,08%
	São Martinho	154,27%	122,81%

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da Revista Valor 1000 <sup>6</sup>.

Em termos de decisões estratégicas, o aumento dos ativos está relacionado com necessidade de expansão da empresa. O aumento de demanda ou das margens de lucro das operações justificam os investimentos. A forma como as empresas planejam suas ações foi analisada no capítulo anterior.

O que é importante lembrar que as empresas encontraram motivos para aumentar o ativo total em função das margens atrativas ou pela perspectiva do crescimento do mercado que nos remete a abordagem do posicionamento em sua totalidade.

De modo similar ao crescimento do Ativo Total ocorreu um aumento no Passivo Total, tanto circulante como não circulante decorrente do aumento da produção e assim ocorreu também uma necessidade de maior quantidade de insumos, mão de obra, exigível de longo prazo (passivo não circulante). Esse aumento também foi observado pela taxa deflacionada, mas de modo mais modesto.

**TABELA 2 – EVOLUÇÃO DO PASSIVO TOTAL ENTRE 2012 E 2015**

ITEM	EMPRESA	VARIAÇÃO DA TAXA	TAXA DEFLACIONADA
PASSIVO TOTAL	Copersucar	181,04%	144,12%
	Tereos Internacional	12,95%	10,31%
	Biosev	91,93%	73,19%
	Santa Terezinha Participações	167,85%	156,97%
	São Martinho	194,18%	131,59%

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da Revista Valor 1000.

O passivo não circulante, proveniente do crescimento da dívida com fornecedores, é explicado pelo aumento das vendas das empresas. Além disso, foi possível observar um aumento também no Patrimônio Líquido de todas as empresas, quando analisadas o ano de 2012 e 2015.

Contudo, a análise dos Demonstrativos de Resultados permite analisar o crescimento ou queda das receitas, despesas e lucro das empresas. A partir dessa

<sup>6</sup> Para maiores informações acesse: <http://www.revistavvalor.com.br/>

análise é possível afirmar se a empresa está se expandindo ou não, em relação a evolução da receita de vendas no período, se os custos crescem mais que a receita, deixando em dúvida sobre a rentabilidade da empresa, se houve crescimento no lucro líquido das companhias, que é resultado da receita e das despesas.

A Receita Líquida é a receita de vendas brutas, descontado impostos, descontos e devoluções. Os dados demonstrados pela taxa deflacionada demonstram que o crescimento é decorrente do aumento das vendas no período, demonstrando crescimento destas firmas.

**TABELA 3 – EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA ENTRE 2012 E 2015**

ITEM	EMPRESA	VARIAÇÃO DA TAXA	TAXA DEFLACIONADA
RECEITA LÍQUIDA	Copersucar	178,56%	142,15%
	Tereos Internacional	133,42%	106,22%
	Biosev	148,41%	118,15%
	Santa Terezinha Participações	104,60%	83,27%
	São Martinho	171,08%	136,19%

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da Revista Valor 1000.

Conforme observamos a tabela e nos anexos, podemos dizer que a Copersucar detém a maior receita líquida (R\$ 26.324 milhões), comparada as demais empresas, uma vez que em 2015, obteve mais que o dobro da Tereos Internacional (R\$ 10.194 milhões), que ocupa o segundo lugar de maior receita líquida. Assim, o crescimento das vendas é notável, porém não garante sustentabilidade da empresa, caso os custos tenham aumentado em maior proporção, já que estes dados relacionados a sustentabilidade começaram a efetivamente demonstrado a partir de 2015.

**TABELA 4 – EVOLUÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO DEFLACIONADO ENTRE 2012 E 2015 (EM R\$ MILHÕES)**

ITEM	EMPRESA	2012 DEFLACIONADO	2015
LUCRO LÍQUIDO	Copersucar	108,40	45,1
	Tereos Internacional	-31,40	-160
	Biosev	-778,30	-272,70
	Santa Terezinha Participações	197,21	-38,3
	São Martinho	159,03	194

FONTE: Elaboração própria a partir de dados da Revista Valor 1000.

O lucro líquido da empresa indica o resultado do exercício após a dedução de todos os custos envolvidos. É nessa conta que verificamos quanto dinheiro a empresa ganhou depois de pagar o imposto de renda. Basicamente este valor é a parte que

sobrou para os acionistas e os sócios. Parte deste lucro poderá ser distribuído sob a forma de dividendos ou poderá ser reinvestida na própria empresa.

Os dados acima demonstram que a maior parte das empresas tiveram uma queda no lucro líquido, quando comparadas os anos de 2012 e 2015, demonstrando assim um prejuízo na ação.

### **3.3 Indicadores financeiros**

A seguir será utilizado alguns indicadores financeiros para entender melhor o desempenho das cinco empresas do setor de açúcar e álcool com maiores receitas líquidas. Os dados apresentados referem-se aos anos de 2012 a 2015, retirados da Revista Valor 1000. Os dados analisados estão fornecidos nos anexos no final do trabalho.

#### **3.3.1 Copersucar**

O ano de 2015 apresentou um crescimento relacionado ao ano anterior quando analisamos a margem líquida da empresa, porém este não foi o melhor índice desde 2012, que chegou a 0,7% em 2013. Este índice demonstra quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 vendidos, desta forma quanto maior for o índice melhor para a Copersucar.

Relacionado a rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), é possível observar que o índice melhorou de 2015 em relação a 2014, mas da mesma forma que a margem líquida, a RPL teve o melhor resultado em 2013, alcançando 29,4%. Este índice é relevante, pois graças a ele conseguimos observar quanto a empresa obteve de lucro para cada \$100 de capital próprio investido.

O nível de endividamento oneroso, ou também conhecido como participação de capitais de terceiros, obteve um resultado não muito satisfatório em 2015, já que alcançou uma porcentagem elevado quando comparamos aos demais anos. Neste índice financeiro o resultado demonstra quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada \$100 de capital próprio investido. Assim, o menor e melhor índice registrado foi em 2013.

O índice de liquidez corrente, apresentou uma queda em 2015 comparado aos anos anteriores, sendo o melhor deles em 2013, com 41%. Isso demonstra que de 2012 à 2014, o ativo circulante foi maior que o passivo circulante, já que os resultados foram acima de 1 ponto. Podemos dizer assim, que o índice de liquidez corrente mostra a margem de folga para manobras de prazos, visando equilibrar as entradas e saídas de caixa. Quanto maiores os recursos, maior essa margem, maior a segurança da empresa.

O giro do ativo, melhorou no último ano em relação a 2014. Porém o melhor valor foi registrado em 2013, já que para cada R\$ 1,00 de investimento total, a empresa vendeu R\$ 3,86. Ou seja, comparando 2015 com 2013, vemos que a empresa passou a vender menos para cada R\$ 1,00 investido, embora em valor absoluto as suas vendas (recita líquida) tenham crescido.

Por último, a rentabilidade do ativo, como nos demais índices, teve uma melhora em 2015, porém o melhor resultado obtido foi no ano de 2013. A rentabilidade do ativo demonstra quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de investimento total.

Portanto ao analisarmos estes seis índices, observamos que o melhor ano foi em 2013, uma vez que 2014 teve uma acentuada queda de todos índices. Isso segundo os relatórios financeiros da Copersucar está relacionado diretamente ao momento econômico que o Brasil vive. Apesar disso, é podemos dizer que no último ano foi observado uma melhora nos índices, indicando uma possível melhora para o próximo ano.

### **3.3.2 Tereos Internacional**

A margem líquida da Tereos Internacional apresentou uma melhora em 2015 relacionada ao ano anterior. Porém em todos os anos analisados a margem líquida da empresa foi insatisfatória, já que não apresentou lucro para cada R\$ 100 investidos, como podem ser observados nos anexos.

Relacionado a rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), é possível observar uma análise similar a margem líquida, pois apesar de ocorrer uma melhora em 2015, todos os anos apresentaram resultados insatisfatórios, já que os resultados obtidos são negativos ou igual a zero. Assim a Tereos Internacional não obteve lucro quando relacionado ao capital próprio. Em ambos os índices, margem líquida e RPL, o resultado drástico apresentado está diretamente relacionado ao lucro líquido extremamente baixo.

O nível de endividamento oneroso obteve resultado baixo em 2016, comparado aos anos anteriores, já que quanto melhor for o índice melhor para a empresa. Isso se deve ao fato deste índice mostrar o grau de endividamento, demonstrando a dependência da empresa de terceiros. O melhor resultado obtido foi em 2013, com 88,4 %.

O índice de liquidez corrente, apresentou uma queda em 2015 comparado aos anos anteriores, apesar da variação não ter sido drástica durante os anos analisados. Apesar disso, em 2015 a margem de folga para manobras de prazos foi baixa, não alcançando R\$ 1,00.

O giro do ativo, melhorou no último ano em relação a 2014. Porém o melhor valor foi registrado em 2013, já que para cada R\$ 1,00 de investimento total, a empresa vendeu R\$ 0,75.

Por último, a rentabilidade do ativo, como nos demais índices, teve uma melhora em 2015, porém o melhor resultado obtido foi no ano de 2013, uma vez que em 2015 o resultado obtido foi -1,11% e em 2013 foi 0,02.

Portanto ao analisarmos estes seis índices, observamos que o melhor ano foi em 2013. Desta forma podemos dizer que apesar da Tereos Internacional obter o segundo lugar de maior receita líquida, a empresa durante os anos observados, exceto 2013, obteve prejuízos financeiros.

### **3.3.3 Biosev**

A Biosev, durante os anos analisados, apresentou um lucro líquido negativo, como demonstrados nos anexos. Este fator foi determinante para que tanto a margem líquida, quanto a rentabilidade do patrimônio líquido apresentassem resultados ruins. Assim, quando relacionados o lucro as vendas e o lucro ao capital próprio investido, a empresa Biosev apresentaram prejuízos.

O nível de endividamento oneroso, ao decorrer dos anos apresentados, vem apresentando resultado ruins, já que a participação de capital de terceiros está sendo ascendente para a empresa. Isso demonstra que a Biosev está a cada ano mais dependente de empréstimos, pois para cada \$100 de capital próprio investido a empresa toma um valor muito mais alto de terceiros.

O índice de liquidez corrente uma leve melhora no último ano, comparada ao ano anterior, sendo o melhor deles em 2012. Assim a margem de folga da empresa ainda está baixa, já que não alcançou o valor de 1 ponto.

O giro do ativo, melhorou no último ano em relação aos anos anteriores. Mesmo assim, os resultados obtidos pela empresa foram insatisfatórios em todos os anos, pois o ativo total da empresa foi maior que a receita líquida apresentado. Assim a Biosev vende menos do que investe.

Por fim, a rentabilidade do ativo, apresentou melhoras no último ano, porém da mesma forma como ocorre no giro do ativo, este índice ainda está abaixo do esperado. Em todos os anos analisados ele apresentou lucro líquido negativo, que foi determinante para esses resultados.

Assim ao analisarmos estes seis índices, observamos que a empresa não vai bem, em todos os resultados ela esteve abaixo do satisfatório para uma boa saúde financeira. Segundo a Biosev, estes resultados são diretamente ligados ao aumento do endividamento devido à desvalorização do real frente ao dólar americano e também ao cenário brasileiro com recessões e crises políticas, combinado com grandes oscilações nos mercados globais.

### **3.3.4 São Martinho**

A margem líquida da empresa São Matinho, em 2015 apresentou uma piora quando relacionada aos demais anos. Porém devemos frisar que ao compararmos este índice com as demais empresas já citadas, a São Martinho apresentou os melhores índices. Em 2013, a empresa teve um resultado de 15% de margem líquida, sendo este seu melhor ano. Assim, para cada R\$ 100 vendidos, 15% é quanto a empresa obtém de lucro.

A rentabilidade do patrimônio líquido, assim como a margem líquida piorou no último ano, mas ainda apresenta um resultado satisfatório, sendo ele 7,3% de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido. Neste índice o melhor resultado obtido foi no ano de 2014, com o resultado de 11%.

O endividamento oneroso da empresa São Martinho piorou desde 2012, apresentando o pior índice em 2015 com 139,9%. Assim a participação de capitais de terceiros aumentou também, como é possível observar no anexo, demonstrando que esse aumento na relação capitais de terceiros/patrimônio líquido menor a liberdade de decisões financeiras da empresa e maior o seu grau de endividamento.

A liquidez corrente apresentou um aumento em 2015, apresentando no seu acumulado o percentual de 33%. Este resultado demonstra que o ativo circulante é maior que o passivo circulante, significando que os investimentos no ativo circulante são suficientes para cobrir as dívidas e ainda permite uma folga.

Já em relação ao giro do ativo da empresa São Martinho, por apresentar um ativo total maior que a receita líquida não obteve resultados satisfatórios desde 2012, já que ele vendeu menos do que o investimento total.

Por último, a rentabilidade do ativo apresentou uma piora no último ano, quando relacionamos ao ano anterior, 2014, devido ao lucro líquido. Apesar disso, nos anos de 2012, 2013 e 2015 e diferença nos valores obtidos não foram significantes.

### **3.3.5 Santa Terezinha Participações**

A empresa Santa Terezinha Participações por apresentarem uma queda bruta do lucro líquido em 2015, refletiu na margem líquida e na rentabilidade do patrimônio líquido. Estes no último ano apresentaram resultados negativos, sendo que para ambos o melhor ano foi 2012, quando a empresa alcançou 7,9% de margem líquida e 10,5% de rentabilidade do patrimônio líquido.

Em relação ao endividamento oneroso, desde 2012, a empresa apresenta uma piora, já que os resultados vêm aumentando drasticamente. Percentualmente, este aumento foi de 581,53% desde 2012.

A liquidez corrente da empresa, apresentou um índice ruim em 2015, sendo ele 0,29 pontos. Assim a margem de folga da empresa está baixa, já que não alcançou o valor de 1 ponto.

O giro do ativo melhorou em 2015 comparado aos anos anteriores. Mesmo assim, os resultados obtidos pela empresa foram insatisfatórios em todos os anos, pois o ativo total da empresa foi maior que a receita líquida apresentado. Assim a empresa vende menos do que investe, uma vez que em nenhum dos anos analisados foram apresentados valores maiores que 1 ponto.

Por último, a rentabilidade do ativo apresentou uma piora nos últimos anos, devido ao lucro líquido. Ao analisarmos o anexo, é possível observar que o ano com o melhor índice foi em 2012.

Durante o período analisado observamos que a Santa Terezinha Participações estava com uma saúde financeira satisfatório na maioria dos índices, porem apresentou resultados ruins no último ano, que pode ser explicado pela sua queda no lucro líquido negativo.



## CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo analisar o Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), a fim de observar a evolução dos indicadores que afetam diretamente decisões de investimento e financiamento das empresas pesquisadas por meio das demonstrações financeiras publicadas nos últimos anos, ou seja, o período compreendido entre 2012 e 2016.

Inicialmente, entender os modelos de financiamento das firmas foi necessário para um bom entendimento das demonstrações financeiras, uma vez que foi compreendido mercados com substitutos perfeitos e imperfeitos, com assimetria de informações. As informações obtidas expõem que vendas e lucratividade são pontos essenciais desse tema.

Outro fator para uma boa análise do comportamento dos índices das empresas são os aspectos macroeconômicos indicados no trabalho: taxa de juros, câmbio e inflação. Estes tem o poder de influenciarem no momento de decisões para investir nas empresas e também no valor de mercado destas.

Estes fatores macroeconômicos dos anos analisados como um conjunto não foram satisfatórios para os investidores. Neste período observamos uma alta na taxa de juros, que influencia diretamente nos lucros brutos obtidos, na inflação ocorreu também uma expansão, que mudaram os níveis de preços, tornando-os mais altos a cada ano, sendo o deflator utilizado o IPCA.

Já a taxa de câmbio observa-se uma depreciação nestes anos, que desse modo reduzem a quantidade de moeda, assim o investidor observa menor retorno de lucros das empresas. Desta forma, mesmo com o aumento do rendimento médio, o ambiente empresarial se tornou desfavorável uma vez que não houve uma estabilização dos preços ou um controle inflacionário vantajoso.

Diante disso, as cinco empresas analisadas neste trabalho – Copersucar, Tereos Internacional, Biosev, São Martinho e Santa Terezinha Participações- estão listadas na BOVESPA e atuam no mercado de açúcar e álcool. Este é um segmento do agronegócio que tem se expandido bastante nas últimas décadas. Suas comercializações são significativas, tanto pela balança comercial quanto pela sua participação no PIB brasileiro.

A realização deste trabalho teve um aspecto importante pois se trata de empresas concorrentes, avaliando-se sua situação econômico-financeira e comparando-se seus indicadores contábeis. Observa-se que essa é uma forma de apoio à tomada de decisão, seja para fornecedores, investidores, gestores ou instituições financeiras. Resultados positivos obtidos nas análises se mostram mais confiáveis e padronizadas as demonstrações financeiras, e assim mais atrativas a investidores e aos credores das empresas.

Durante o período de 2012 a 2016 pesquisado, podem-se verificar as diferenças dos quocientes de liquidez, rentabilidade e endividamento encontrados, sendo a São Martinho a empresa com melhores indicadores apresentados nesse tempo, apesar de não possuir a maior receita líquida entre as empresas analisadas.

Já a Copersucar teve bons indicadores de liquidez e bons níveis do *ebtida*, que vem apresentando melhoras nos últimos anos. Quanto ao endividamento, os seus

indicadores têm aumentado nos anos 2012 e 2015, o que pode caracterizar-se como um aspecto a ser trabalhado pela gestão da companhia.

A Santa Terezinha Participações quanto a Tereos Internacional, obtiveram pioras expressivas, uma vez que nos acumulados do último ano analisado, obtiveram baixos índices de liquidez e queda no *ebtida*, juntamente com aumento da participação de capitais de terceiros.

A Biosev é a empresa que deve ser analisada com mais cautela, pois seus indicadores de rentabilidade foram os mais deficitários da pesquisa. O retorno sobre o patrimônio líquido tem apresentado quocientes negativos expressivos, bem como seus indicadores de endividamento geral e financeiro foram os mais altos da pesquisa, evidenciando a deterioração da situação financeira, o que pode levar a sérios problemas para continuar as atividades da companhia.

Portanto, mesmo o Brasil sendo um líder em produção e exportação de açúcar e álcool, este setor está sendo duramente afetado por alguns fatores, entre eles podemos destacar a desvalorização do real frente ao dólar americano e também ao cenário brasileiro com recessões e crises políticas, aliado com grandes oscilações nos mercados globais.

Alguns fatores que podem ajudar nesse processo são aumentar os ganhos das empresas apostando em produtos com valor agregado maior do que as commodities de exportação, reduzindo a vulnerabilidade aos choques externos. Outro ponto seria o controle de custos, como produção dos próprios fertilizantes e reutilização da água da chuva, com tem sido feito pela Coopersucar. Assim, esse setor que depende dos ciclos econômicos, não baixa a produção quando o preço do mercado de açúcar cai, para aproveitar o momento subsequente de alta.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Luciana Florencio de; ZYLBERSZTAJN, Decio. Crédito Agrícola no Brasil: uma perspectiva institucional sobre a evolução dos contratos. Internext- **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, São Paulo, v3, n. 2, p. 267-287, ago./dez. 2008.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 10.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D; LAMB, Roberto. **Fundamentos de administração financeira**. 9.ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

MACHADO, K. S. R. **Análise da Sensibilidade do Investimento em Relação ao Fluxo de Caixa: Um estudo nas Empresas da Indústria Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA entre os anos 2004 e 2014**. 2015. Tese (Pós-graduação em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba. 2015

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing Constraints and Corporate Investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washigton, v. 19, p. 141-206, 1988.

CASAGRANDE, E. E. Modelos de investimento: metodologia e resultados. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1, p. 98-108, 2002.

CASAGRANDE, E. E.. Investimento e Financiamento no Brasil: evidências e teorias. **Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura**, Caracas - Venezuela, v. VIII, n.2, p. 213-229, 2002.

CASAGRANDE, E. E; SARTORIS, A. Investimento e financiamento: um enfoque sobre empresas de capital aberto. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 15, n. 3, p. 512-536, 2011.

DALMOLIN, V., BOLIGON, J., MEDEIROS, F., SILVA, A. “Análise Vertical e Horizontal: Um Estudo nos Demonstrativos Financeiros de uma Cooperativa do Setor Agroindustrial”. In. ENCONTRO ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23. 2012. Bento Gonçalves – RS. Disponível em: <http://xxiiienangrad.enganrad.org.br/artigos/fin/>

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, p. 261-297, 1958.

PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. Financial frictions and substitution between internal and external funds in publicly traded Brazilian companies. **Revista Contabilidade Financeira**, São Paulo, v. 23, n. 58, p.19-32, 2012

PERRESSIM, W. S. **A relação entre o Desempenho do Estoque e o Desempenho Econômico- Financeiro na Indústria Brasileira de Capital Aberto entre os anos de 2004 e 2014: Uma Análise de Indicadores**. 2016. Tese (Pós-graduação em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba. 2016

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

DAVIS, J. H.; GOLDBERG, R.A.. **A concept of Agribusiness**. Boston: Harvard University, 1957.

CRUVINE, Paulo E.; MARTIN NETO, Ladislau. **Subsídios para o Desenvolvimento do Agronegócio Brasileiro: o Programa Automação Agropecuária, Visão e Estratégias**. Embrapa: Comunicado Técnico, n. 32, p. 1 – 4, set. 1999.

GRAZIANO, G. O; PIZZINATO, N. K; NETO, M. S; GRAZIANO, I. O. Sistemas de distribuição e comercialização dos produtos organizações: um estudo exploratório. **XLVI Congresso de Sociedade Brasileiro de Economia, Administração e Sociologia Rural**. 2008

SAITO, R.; TERRA, P. R. S.; SILVA, A. L. C; SILVEIRA, A. D. M. O cinquentenário de Modigliani e Miller: reflexões sobre a teoria e a prática das finanças no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, p. 64-66, 2008.

MODRO, W. M.; FAMÁ, R.; PETROKAS, L. A. Modelo tradicional x Modelo dinâmico de análise do capital de giro: um estudo comparativo entre duas empresas de mesmo setor com diferentes performances financeiras. **Revista FACEF Pesquisa e Desenvolvimento e Gestão**, v.15, n.1, p.90-106, 2012.

SILVA, J. O.; SANTOS, V.; HEIN, N.; LYRA, R, L, W, C. **Nível informacional entre análise tradicional e avançada do capital de giro**. Revista Pretexto, v.13, n. 2, p. 40-56, 2012.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. Governança corporativa: custos de agencia e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

LAZZARINI, S. G.; CHADDAD, F. R. Finanças no Agribusiness. In ZYLBERSTAJN, D.; NEVES, M. F. (Orgs). **Economia e Gestão dos Negócios Agroalimentares:**

**indústria de insumos, produção agropecuária, distribuição.** São Paulo: Pioreira. p81-108, 2005.

REVISTA VALOR 1000, edição 2013. Ranking Valor 1000. Disponível em: <http://www.revistavalor.com.br/home.aspx?pub=18&edicao=6>

REVISTA VALOR 1000, edição 2014. Ranking Valor 1000. Disponível em: <http://www.revistavalor.com.br/home.aspx?pub=18&edicao=7>

REVISTA VALOR 1000, edição 2015. Ranking Valor 1000. Disponível em <http://www.revistavalor.com.br/home.aspx?pub=18&edicao=8>

REVISTA VALOR 1000, edição 2016. Ranking Valor 1000. Disponível em <http://www.revistavalor.com.br/home.aspx?pub=18&edicao=9>

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA. *PIB Agro CEPEA-USP/CNA*. Disponível em <http://www.cepea.esalq.usp.br/pib>.

Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua. Disponível em:

[ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho\\_e\\_Rendimento/Pesquisa\\_Nacional\\_por\\_Amostra\\_de\\_Domicilios\\_continua/Trimestral/Comentarios\\_Sinteticos/pnadc\\_201603\\_trimestre\\_comentarios\\_sinteticos\\_Brasil\\_e\\_Grandes\\_Regioes.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Nacional_por_Amostra_de_Domicilios_continua/Trimestral/Comentarios_Sinteticos/pnadc_201603_trimestre_comentarios_sinteticos_Brasil_e_Grandes_Regioes.pdf)

RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 2013. Disponível em: <http://www.bdb.gov.br/pec/banual2013/rel2013p.pdf>

RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 2014. Disponível em: <http://www.bdb.gov.br/pec/banual2014/rel2014p.pdf>

RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL 2015. Disponível em: <http://www.bdb.gov.br/pec/banual2015/rel2015p.pdf>

## ANEXO A

Empresa	Receita líquida	Var.	Lucro líquido	Var.	Margem líquida	Rentab. do PL	Lucro da ativ.	Lucro financ.	Ebitda	Ativo total	Passivo Total	Patrim. líquido	Endiv. oneroso	Nível de endiv. oneroso	Liquidez corrente	Giro do ativo	Rentabi. do ativo
	(em R\$ milhões)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em %)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em pontos)	(em pontos)	(em %)
2015																	
Copersucar	26.324,00	25,4	45,1	513,6	0,2	9,8	568,9	-417,1	654	7.628,30	4940,30	460	4.480,30	974	0,97	3,45	0,59
Tereos Internacional	10.194,00	26,8	-160	17,9	-1,6	-3,2	254	-288	1.264,00	14.461,00	1118,00	5.053,00	6.135,00	121,4	0,98	0,70	-1,11
Biosev	6.162,60	36,5	-272,7	45,3	-4,4	-128	1.043,90	-1.233,10	2.416,40	11.566,70	7174,40	212,9	6.961,50	3.269,30	0,95	0,53	-2,36
São Martinho	2.338,70	22,1	194,3	-32,6	8,3	7,3	383,6	-294,2	626,9	7.385,30	6352,30	2.648,40	3.703,90	139,9	1,33	0,32	2,63
Santa Terezinha Participações	2.078,50	0,5	-38,3	-133,9	-1,8	-5,5	398,5	-446,5	831,6	6.190,60	5407,60	698,7	4.708,90	674	0,29	0,34	-0,62

## ANEXO B

Empresa	Receita líquida	Var.	Lucro líquido	Var.	Margem líquida	Rentab. do PL	Lucro da ativ.	Lucro financ.	Ebitda	Ativo total	Passivo Total	Patrim. líquido	Endiv. oneroso	Nível de endiv. oneroso	Liquidez corrente	Giro do ativo	Rentabi. do ativo
	(em R\$ milhões)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em %)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em pontos)	(em pontos)	(em %)
2014																	
Copersucar	20.985,80	-9,4	-10,9	-106,9	-0,1	-2,2	523,9	-690,8	646,7	9569,9	5237,50	494,8	4742,7	958,6	1,13	2,19	-0,11
Tereos Internacional	8.040,00	-3,6	-195	-9850	-2,4	-4,1	19	-235	795	12857	10074,00	4770	5304	111,2	1	0,63	-1,52
Biosev	4.513,20	5,8	-498,7	66	-11,1	-87,7	75,6	-1123,8	1499,2	10262,6	7234,70	568,8	6665,9	1172	0,94	0,44	-4,86
Santa Terezinha Participações	2.068,60	5,7	112,8	-20,7	5,5	8,1	324,5	-192,4	720,9	5713,3	4709,70	1390	3319,7	238,8	1,05	0,36	1,97
São Martinho	1.916,00	24,9	288,3	113,6	15	11	315,3	-141,6	630,8	7168,9	6088,90	2616,1	3472,8	132,7	1,23	0,27	4,02

## ANEXO C

Empresa	Receita líquida	Var.	Lucro líquido	Var.	Margem líquida	Rentab. do PL	Lucro da ativ.	Lucro financ.	Ebitda	Ativo total	Passivo Total	Patrim. líquido	Endiv. oneroso	Nível de endiv. oneroso	Liquidez corrente	Giro do ativo	Rentabi. do ativo
	(em R\$ milhões)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em %)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em pontos)	(em pontos)	(em %)
2013																	
Copersucar	23153,3	57,1	157,7	82,8	0,7	29,4	438,2	-223,8	501,4	6001,4	3621,40	536	3085,4	575,7	1,41	3,86	2,63
Tereos Internacional	8339	12,7	2	109,5	0	0	181	-228	973	11106	9022,00	4789	4233	88,4	1,01	0,75	0,02
Biosev	4267,5	2,8	-1466,8	-136,7	-34,4	-95,4	-770,8	-576,8	125,7	9529,2	7018,50	1537,5	5481	356,5	0,98	0,45	-15,39
Santa Terezinha Participações	1957,6	-1,5	142,3	-9,4	7,3	9,7	410,4	-179,5	714,6	5517,8	4323,50	1467,9	2855,6	194,5	1,4	0,35	2,58
São Martinho	1533,7	18,8	135	85,1	8,8	6,5	257,2	-55,3	386,5	5038,4	3723,20	2076	1647,2	79,3	1,24	0,30	2,68



## ANEXO D

Empresa	Receita líquida	Var.	Lucro líquido	Var.	Margem líquida	Rentab. do PL	Lucro da ativ.	Lucro financ.	Ebitda	Ativo total	Passivo total	Patrim. líquido	Endiv. oneroso	Nível de endiv. oneroso	Liquidez corrente	Giro do ativo	Rentabi. do ativo
	(em R\$ milhões)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em %)	(em %)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em R\$ milhões)	(em %)	(em pontos)	(em pontos)	(em %)
2012																	
Copersucar	14741,8	31,3	86,3	-15,9	0,6	28,5	156,7	-105,6	196,2	4295,4	2728,80	303,3	2425,5	799,8	1,24	3,43	2,63
Tereos Internacional	7640	11,1	-25	-115,9	-0,3	-0,6	188	-222	904	10861	8628,00	4260	4368	102,5	1,01	0,70	0,02
Biosev	4152,2	22	-619,6	-121,7	-14,9	-25,1	-481,2	-641	927,1	9737,4	7803,60	2464,1	5339,5	216,7	1,09	0,43	-15,39
Santa Terezinha Participações	1987	7,1	157	-50	7,9	10,5	435,3	-200,1	706,5	4173,6	3221,60	1492,1	1729,5	115,9	1,25	0,48	2,58
São Martinho	1367	5,6	126,6	-11	9,3	6,3	202,3	-62,6	581,1	4787,2	3271,30	2024,7	1246,6	61,6	1,28	0,29	2,68

## ANEXO E

Empresa	Receita Líquida Deflacionada (em R\$ milhões)	Lucro Líquido Deflacionado (em R\$ milhões)	Ativo Total Deflacionado (em R\$ milhões)	Passivo Total Deflacionado (em R\$ milhões)
<b>2014</b>				
Copersucar	23416,18	-12,16	10678,20	5844,06
Tereos Internacional	8971,12	-217,58	14345,98	11240,68
Biosev	5035,88	-556,45	11451,12	8072,56
Santa Terezinha Participações	2308,17	125,86	6374,96	5255,13
São Martinho	2137,89	321,69	7999,14	6794,06
<b>2013</b>				
Copersucar	27492,98	187,26	7126,26	4300,17
Tereos Internacional	9902,00	2,37	13187,63	10713,02
Biosev	5067,37	-1741,73	11315,28	8334,00
Santa Terezinha Participações	2324,52	168,97	6552,02	5133,86
São Martinho	1821,17	160,30	5982,76	4421,05
<b>2012</b>				
Copersucar	18517,56	108,40	5395,57	3427,72
Tereos Internacional	9596,81	-31,40	13642,79	10837,86
Biosev	5215,69	-778,30	12231,41	9802,31
Santa Terezinha Participações	2495,92	197,21	5242,57	4046,74
São Martinho	1717,12	159,03	6013,33	4109,17

FONTE: Elaboração Própria a partir de dados da Revista Valor 1000 com base no IPCA fornecidos pelo Banco Central<sup>7</sup>

<sup>7</sup><https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores>