



Desempenho económico e do valor criado

Aumento do interesse no desempenho pelo valor criado

- ✚ Fortune, Business Week, etc - performance index
- ✚ Fusões e aquisições
- ✚ MBO e MBI
- ✚ Privatizações
- ✚ IPO - Initial Public Offers
- ✚ Reestruturações de grupos - cisões
- ✚ Avaliação de gestores pelo desempenho

Mudanças de paradigma na avaliação da performance

1920's	<ul style="list-style-type: none">Modelo de Dupont, Rendibilidade do activo
1970's	<ul style="list-style-type: none">Resultados por acçãoPrice Earnings Ratio, Price Book Value
1980's	<ul style="list-style-type: none">Rendibilidade do capital próprioRendibilidade do investimentoShareholder value analysis (SVA)
1990's	<ul style="list-style-type: none">Economic Value Added (EVA)Market Value Added (MVA)EBITDA multiplesTotal Shareholder Return (TSR)Cash-flow return on investment
2000's	<ul style="list-style-type: none">Balanced scorecardEmployee value added, Intellectual capital



Análise da rentabilidade do capital investido

● Medidas tradicionais de análise da performance

✚ Rendibilidade do activo

– (Return On Assets ou Return On Investment) = RO/A

✚ Rendibilidade do Capital Investido

– (Return on Invested Capital) = RO/CI

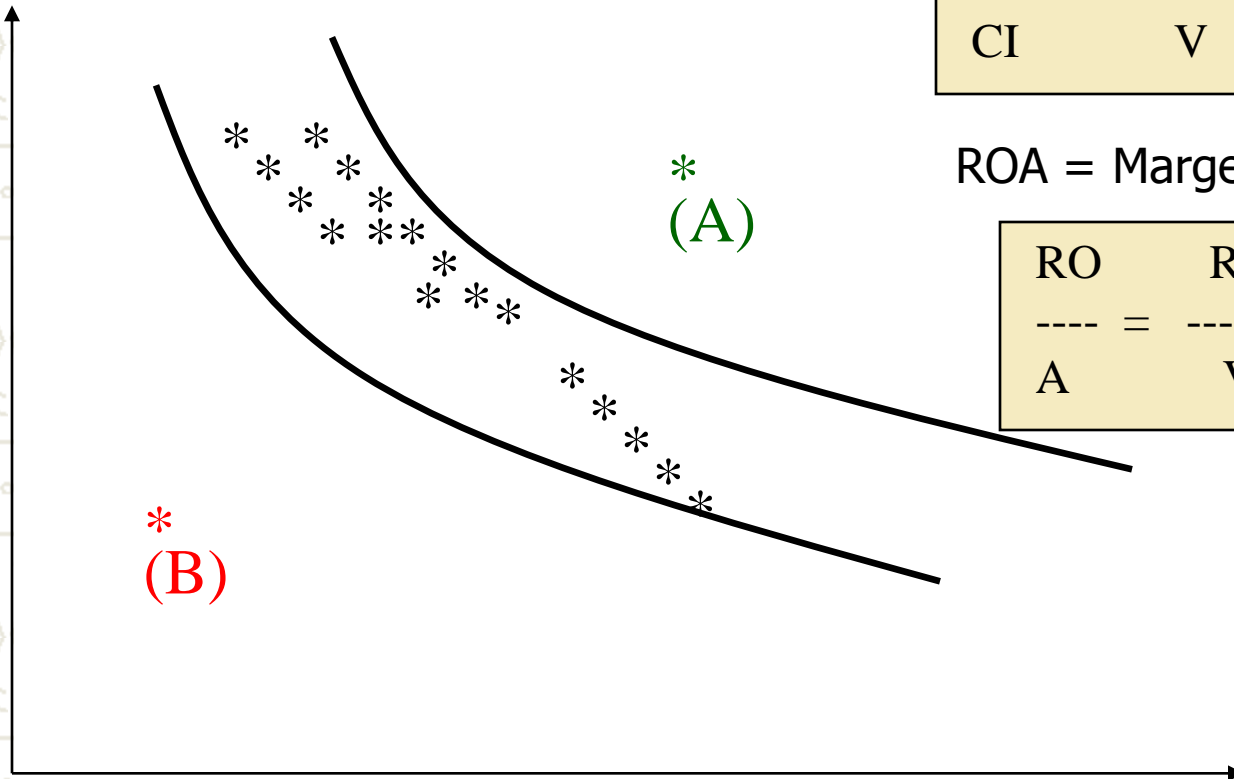
– = $(RL+CF-CF*t)/CI$

✚ Rendibilidade do capital próprio

– (Return on equity) = RL/CP

Rendibilidade supra-normal nos negócios

Rendibilidade operacional das vendas



$$ROI = \text{Margem} * \text{Rotação}$$

RO	RO	V
----	-----	-----
CI	V	CI

$$ROA = \text{Margem} * \text{Rotação}$$

RO	RO	V
----	-----	-----
A	V	A

Rotação do capital investido

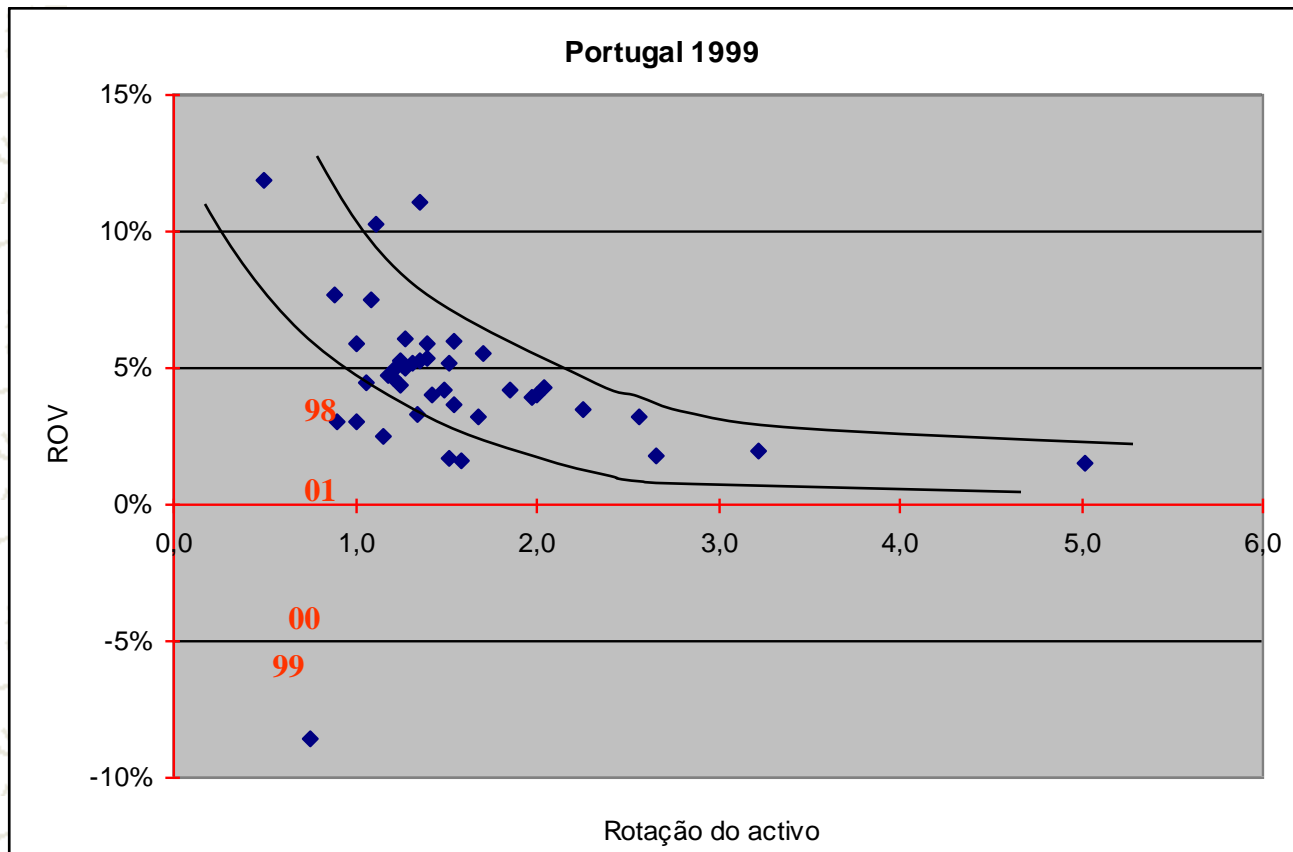
Rendibilidade do activo da TAP

	1998	1999	2000	2001
Activo	1.327.827	1.475.885	1.609.554	1.568.525
Volume de negócios	1.155.300	1.077.305	1.232.473	1.318.728
Resultado operacional	43.817	(66.297)	(58.865)	21.807
Rendibilidade operacional das vendas	3,8%	-6,2%	-4,8%	1,7%
Rotação do activo	0,87	0,73	0,77	0,84
Rendibilidade do activo	3,3%	-4,5%	-3,7%	1,4%

Nota: Esta análise não tem em conta os resultados extraordinários nem os proveitos financeiros



A margem operacional e a rotação em Portugal



Fonte: Preparado por JC.Neves a partir de Central de Balanços do BPA/BCP 1997-1999

TAP 1998-2001

Rendibilidade do capital investido

Antes de imposto:

$$RCI = \frac{RO}{CI}$$

Perspectiva operacional líquido de imposto:

$$RCI = \frac{RO \cdot (1 - t)}{CI} = \frac{ROLI}{CI}$$

Ou para incluir os proveitos financeiros e os resultados extraordinários líquido de imposto:

$$RCI = \frac{RL + CF - t \cdot CF}{CI}$$

DEFINIÇÕES:

RCI = Rendibilidade do Capital Investido = Rendibilidade do Activo Funcional

CI = Capital Investido = Activo fixo + Necessidades em fundo de maneo + Tesouraria activa – Caixa e equivalentes = Capital próprio + Capital alheio m/l prazo + Tesouraria Passiva – Caixa e equivalentes

RO = Resultado Operacional

t – Taxa de imposto sobre lucros

ROLI – Resultado Operacional Líquido de Impostos

CF – Custos financeiros

Demonstração de Resultados

- Volume de negócios (V)**
- Custos Operacionais
- = **Resultados Operacionais (RO)**
- + Proveitos financeiros
- + Resultados extraordinários
- = **Resultados antes de impostos e custos financeiros (RAICF=EBIT)**
- Custos Financeiros (CF)
- = **Resultados Antes de Impostos (RAI)**
- Impostos Sobre Lucros (ISL)
- = **Resultados Líquidos (RL)**

Balanço funcional ou económico

CAPITAIS INVESTIDOS

Activo fixo operacional	Capital próprio
Activo fixo financeiro	Capital alheio m/ prazo
Necessidades em fundo de maneio	
Tesouraria activa	Tesouraria passiva
Excesso de caixa	

Capitais alheios de financiamento ou Dívida de financiamento

Capitais Permanentes



Alguns ajustamentos sugeridos por Stewart (1991) e Al Ehrbar (1998)

- ✦ No balanço:
 - Impostos diferidos = Reservas
 - Ajustar existências para FIFO = Reservas
 - Repor a amortização acumulada do goodwill
 - Repor o goodwill não registado
 - Capitalizar despesas de I&D, publicidade e outras que se considerem como investimento
 - Custos de reestruturação capitalizados
 - menos-valias menos mais-valias após impostos devem ser adicionados ao capital e ao activo fixo
 - Outras reservas, como, provisões para devedores duvidosos, existências e outros riscos e encargos
 - Anular acréscimos de custos e proveitos diferidos e outros devedores sem custo
- Repor “off-balance financing”

- ✦ Adicionar aos resultados:
 - o aumento de impostos diferidos
 - o aumento das reservas em existências
 - a amortização anual do goodwill
 - as despesas de I&D, publicidade, formação e outras que devam ser capitalizadas
 - anular os custos de reestruturação
 - as menos valias (deduzir as mais valias)
 - Anular as provisões do exercício

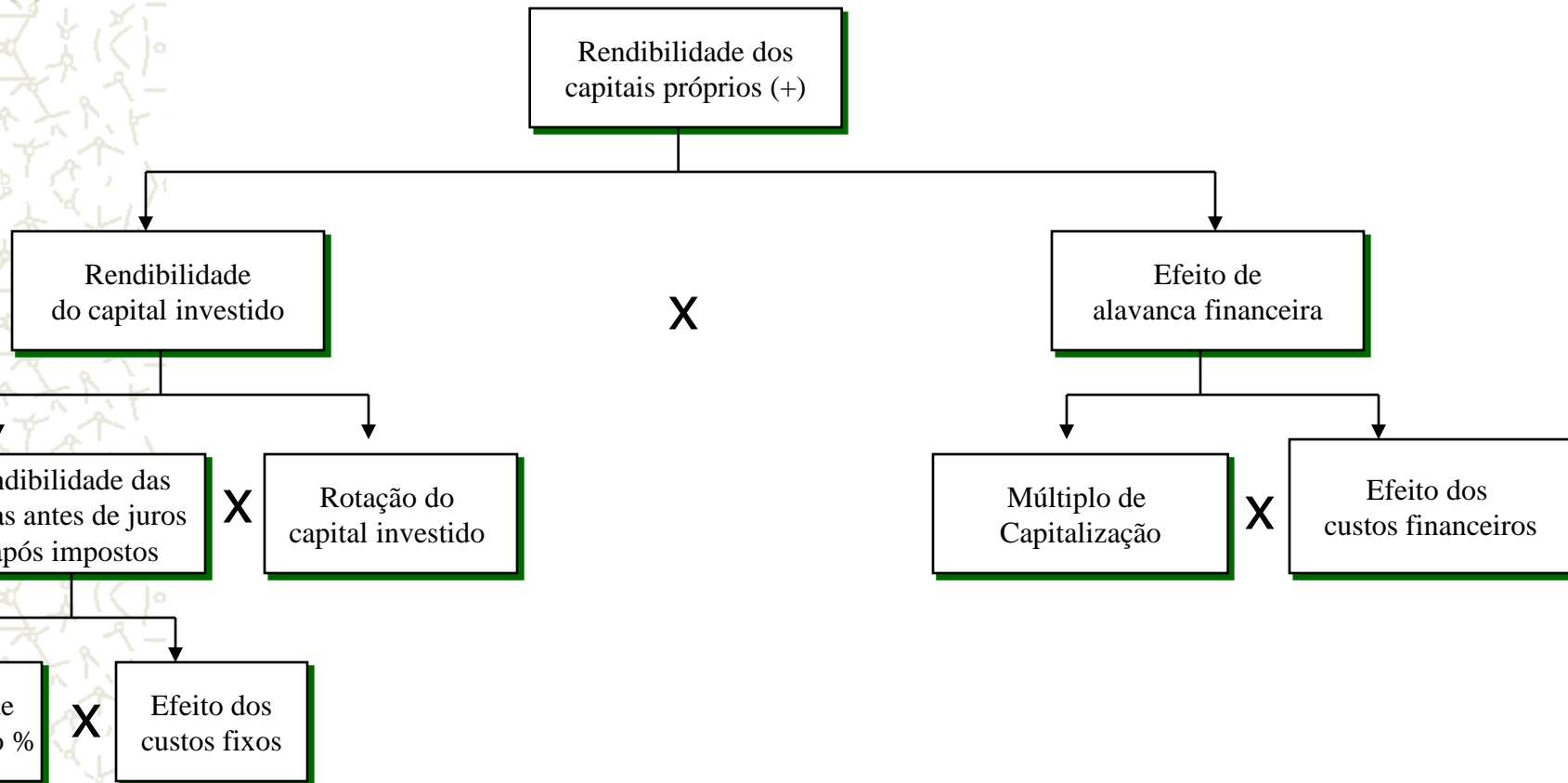
Rendibilidade do capital investido - TAP

em milhares EUR

	1998	1999	2000	2001
Taxa efectiva de imposto sobre lucros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROLI ajustado	78.969	(50.645)	(44.000)	36.279
Volume de negócios	1.155.300	1.077.305	1.232.473	1.318.728
Capital Investido	1.161.053	1.267.112	1.321.554	1.249.221
Rendibilidade operacional líquidas das vendas	6,8%	-4,7%	-3,6%	2,8%
Rotação do capital investido	1,00	0,85	0,93	1,06
Rendibilidade do capital investido	6,8%	-4,0%	-3,3%	2,9%

British Airways	em milhões USD				
	1998	1999	2000	2001	2002
Volume de negócios	13.573,1	13.965,8	14.041,2	14.572,0	13.098,8
Taxa de imposto sobre lucros	6,7%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
ROLI total	1.217,0	625,0	(521,4)	1.046,5	303,1
Capital investido	15.268	17.680	18.423	18.800	18.795
Dívida	10.052	12.411	13.177	13.430	13.710
Capital próprio e Interesses Minoritários	5.216	5.269	5.246	5.370	5.086
Margem EBIT	9,0%	4,5%	-3,7%	7,2%	2,3%
Rotação do capital investido	0,89	0,79	0,76	0,78	0,70
Rendibilidade do capital investido	8,0%	3,5%	-2,8%	5,6%	1,6%

Rendibilidade dos capitais próprios



----- OPERACIONAL,
EXTRAORDINÁRIA E FISCAL -----

----- FINANCEIRA -----

Rendibilidade dos capitais próprios: TAP

	1998	1999	2000	2001
Rendibilidade do capital investido	6,8%	-4,0%	-3,3%	2,9%
Efeito dos custos financeiros	0,43	1,94	2,70	(0,99)
Múltiplo de capitalização	2,08	2,72	3,63	4,83
Efeito de alavanca financeira	0,89	5,29	9,81	(4,79)
Efeito fiscal = 1- Taxa de imposto sobre lucros	0,96	1,02	1,01	1,04
Rendibilidade capitais próprios	5,8%	-21,5%	-33,0%	-14,5%

British Airways					
	1998	1999	2000	2001	2002
Rendibilidade do capital investido	8,0%	3,5%	-2,8%	5,6%	1,6%
Efeito dos custos financeiros	0,53	0,44	0,73	0,33	(1,37)
Multiplo de capitalização	2,93	3,36	3,51	3,50	3,70
Efeito de alavanca financeira	1,55	1,47	2,58	1,15	(5,07)
Efeito fiscal = 1- Taxa de imposto sobre lucros	1,3	0,4	2,9	1,2	0,7
Rendibilidade capitais próprios	15,8%	2,0%	-21,0%	7,7%	-6,0%

Eficiência e Competitividade da TAP

	2001	2002	2002
	TAP	BA	Industry
Growth (%)			
Sales - 5 Yr. Growth Rate %	3,36	(0,05)	8,24
EPS - 5 Yr. Growth Rate	ND	ND	(4,38)
Capital Spending - 5 Yr. Growth Rate	7,40	(100,00)	(0,48)
Financial Strength			
Current Ratio	0,69	0,98	1,43
Total Debt to Equity	3,83	3,07	2,96
Interest Coverage (TTM)	(1,05)	1,41	3,88
Profitability Ratios (%)			
EBITD - 5 Yr. Avg.	7,29	10,41	14,54
Operating Margin - 5 Yr. Avg.	0,54	2,90	9,10
Pre-Tax Margin - 5 Yr. Avg.	(4,59)	1,70	9,28
Net Profit Margin - 5 Yr. Avg.	(4,70)	1,25	5,95
Effective Tax Rate (TTM)	ND	29,60	39,22
Effective Tax Rate - 5 Yr. Avg.	ND	299,34	37,55
Management Effectiveness (%)			
Return On Assets - 5 Yr. Avg.	(0,04)	1,02	5,58
Return On Equity - 5 Yr. Avg.	(13,7)	2,53	11,92
Efficiency (milhares USD)			
Revenue/Employee (TTM)	134,57	203,57	169,25
Net Income/Employee (TTM)	(3,80)	4,50	8,60
Asset Turnover (TTM)	0,82	0,59	0,75

Alguns enviesamentos da RCI

- ✘ Fácil manipulação por parte dos gestores (v.g Stocks)
- ✘ Desmotiva ao reinvestimento
- ✘ Não comparável entre empresas/divisões de diferentes dimensões
- ✘ Não incentiva ao investimento com rendibilidade superior ao custo de capital
- ✘ Incentiva ao desinvestimento de activos que tenham uma RCI inferior à média da empresa /divisão

Problemas do rácio RCI

- ⚠ Resultados não coerentes com os métodos de avaliação de projectos
- ⚠ Resultados e capitais sujeito aos critérios contabilísticos adoptados
- ⚠ Enviesamento de curto prazo: com risco de incentivar decisões que a prazo destroem valor
- ⚠ Não tem em consideração o risco dos capitais investidos