

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Maria Teresa Boll Pereira de Jesus

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010**

FLORIANÓPOLIS
2021

MARIA TERESA BOLL PEREIRA DE JESUS

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Roberto Meurer, Dr.

Florianópolis
2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Jesus, Maria Teresa Boll Pereira

ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010 / Maria Teresa
Boll Pereira Jesus ; orientador, Roberto Meurer, 2021.

67 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Ciências Econômicas, Florianópolis,
2021.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. Oferta inicial de ações. 3.
Estrutura de capital . 4. Demonstrações contábeis. I.
Meurer, Roberto . II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Maria Teresa Boll Pereira de Jesus

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO NO ANO DE 2010**

Florianópolis, 09 de setembro de 2021.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Roberto Meurer, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Luiz Carlos de Carvalho Junior, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Pedro Luiz Paolino Chaim, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Certifico que esta é a **versão original e final** do Trabalho de Conclusão de Curso que foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Economia por mim e pelos demais membros da banca examinadora.

Prof. Roberto Meurer, Dr.
Orientador

Florianópolis, 2021

Dedico este trabalho à minha mãe, como forma de agradecimento aos seus esforços que tornaram a realização desse sonho possível.

RESUMO

Em face à crescente tendência de lançamentos de IPOs no Brasil nos últimos 15 anos, se faz necessário análises detalhadas do comportamento das empresas após a abertura de capital, como forma de entender suas motivações e objetivos e se, de fato, suas expectativas em relação aos resultados são atingidas. Para compreender essas questões, o presente trabalho elabora uma revisão teórica sobre as definições e motivações de ofertas públicas iniciais e sobre a estrutura de capital das empresas, que aborda algumas teorias sobre o tema: *Static Trade Off Theory*, *Pecking Order Theory*, Teoria do Ciclo de Vida e Teoria de *Market Timing*. Foram obtidos dados do balanço patrimonial de onze empresas que realizaram IPO no Brasil em 2010 e para fins de comparação entre os resultados foram realizadas análises vertical e horizontal de cada empresa, bem como foram apurados os índices de endividamento, liquidez e rentabilidade para melhor análise do desempenho. Foi constatado que o desempenho de seis, das onze empresas analisadas, melhorou após o IPO, demonstrando que a abertura de capital pode ser uma potente aliada da empresa se for realizada de maneira planejada e com a correta destinação dos recursos captados.

Palavras-chave: *IPO*; estrutura de capital; demonstrações contábeis; indicadores financeiros.

ABSTRACT

In view of the increasing trend of IPOs in Brazil in the last 15 years, it is necessary to analyze the performance of companies after the opening of capital, as a way to understand their motivations and goals and whether their expectations indeed are met. To comprehend these issues, this paper elaborates a theoretical ground on the definitions and motivations of initial public offerings and on the capital structure of companies, which discuss some theories on the theme: Static Trade Off Theory, Pecking Order Theory, Life Cycle Theory and Market Timing Theory. The data were obtained from the balance sheet of eleven companies that conducted out IPO in Brazil in 2010 and for the comparison of the results, vertical and horizontal analyses of each company were performed, as well as the ratios of indebtedness, liquidity and profitability to help analysis the performance. It was found that the performance of six of the eleven companies analyzed improved after the IPO, demonstrating that the opening of capital can be a powerful ally of the company if it is carried out in a planned manner and with the correct allocation of the funds raised.

Keywords: IPO; capital structure; financial statements; financial ratios.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Composição do Ativo Não Circulante – Aliansce S.A	25
Gráfico 2 – Relação Ativo Circulante X Não Circulante – Aliansce S.A.....	25
Gráfico 3 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – Aliansce S.A.....	26
Gráfico 4 – Composição do Ativo Circulante – Multiplus S.A	28
Gráfico 5 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – Multiplus S.A	29
Gráfico 6 – Evolução do PL e do Lucro Líquido - Multiplus S.A.....	29
Gráfico 7 - Relação Ativo e Passivo Circulante - BR Properties.....	31
Gráfico 8 - Análise Horizontal dos Ativos e Passivos Circulantes – BR Properties	32
Gráfico 9 - Relação Passivo Circulante e Não Circulante - BR Properties	32
Gráfico 10 - Composição do Ativo Não Circulante - BR Properties.....	32
Gráfico 11 - Evolução do PL e Patrimônio Líquido - BR Properties	33
Gráfico 12 – Relação do Ativo Circulante X Passivo Circulante – OSX S.A	35
Gráfico 13 - Relação Ativo Não Circulante X Passivo Não Circulante - OSX S.A.....	35
Gráfico 14 - Composição do Ativo Não Circulante - OSX S.A	36
Gráfico 15 – Evolução do PL e do Lucro Líquido – OSX S.A.....	37
Gráfico 16 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – EcoRodovias S.A	39
Gráfico 17 - Relação Ativo Circulante e Não Circulante – EcoRodovias S.A.....	40
Gráfico 18 – Composição do Ativo Não Circulante – EcoRodovias S.A.....	40
Gráfico 19 – Evolução do PL e Lucro Líquido – EcoRodovias S.A	40
Gráfico 20- Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Mills S.A.....	43
Gráfico 21 - Composição do Ativo Circulante - Mills S.A.....	44
Gráfico 22– Evolução do PL e Lucro Líquido - Mills S.A.....	44
Gráfico 23 – Relação Passivo Circulante X Passivo Não Circulante – Mills S.A.....	44
Gráfico 24 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - JSL S.A.....	47
Gráfico 25 – Composição do Ativo Não Circulante - JSL S.A	47
Gráfico 26 – Relação Passivo Circulante X Passivo Não Circulante - JSL S.A.....	47
Gráfico 27 – Evolução do PL e Lucro Líquido – JSL S.A	48
Gráfico 28 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Renova Energia S.A.....	50
Gráfico 29 - Relação Ativo Não Circulante X Passivo Não Circulante - Renova Energia S.A.....	50
Gráfico 30 – Composição do Ativo Não Circulante – Renova Energia S.A	51
Gráfico 31 – Evolução do Capital Social - Renova Energia S.A.....	51
Gráfico 32 - Evolução do PL e Lucro Líquido - Renova Energia S.A	52
Gráfico 33 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - HRT S.A	54
Gráfico 34 - Análise Horizontal do Passivo Circulante e Não Circulante - HRT S.A	54
Gráfico 35 - Composição do Ativo Não Circulante - HRT S.A	55
Gráfico 36 - Evolução do PL e Lucro Líquido - HRT S.A.....	55
Gráfico 37 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - BR Insurance S.A	58
Gráfico 38 - Relação Passivo Não Circulante X Ativo Não Circulante - BR Insurance S.A	58
Gráfico 39 - Composição do Ativo Não Circulante - BR Insurance S.A	59
Gráfico 40 - Evolução do PL e Lucro Líquido - BR Insurance S.A	59
Gráfico 41 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Raia S.A.....	61

Gráfico 42 - Relação Passivo Não Circulante X Ativo Não Circulante - Raia S.A.....	62
Gráfico 43 - Composição do Ativo Não Circulante - Raia S.A	62
Gráfico 44 - Evolução PL e Lucro Líquido - Raia S.A.....	63

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empresas analisadas – 2010.....	24
Tabela 2 – Índices de Endividamento (%) - Aliansce S.A – 2009 a 2018.....	26
Tabela 3 – Índices de Liquidez Aliansce S.A – 2009 a 2018.....	27
Tabela 4 – Índices de Rentabilidade (%) - Aliansce S.A - 2009 a 2018.....	27
Tabela 5 – Índices de Rentabilidade (%) Multiplus S.A - 2009 a 2018.....	30
Tabela 6 – Índices de Endividamento (%) Multiplus S.A - 2009 a 2018	30
Tabela 7 – Índices de Liquidez Multiplus S.A – 2009 a 2018.....	30
Tabela 8 - Índices de Endividamento (%) - BR Properties - 2009 a 2020.....	33
Tabela 9 - Índices de Rentabilidade (%) - BR Properties - 2009 a 2020	34
Tabela 10 - Índices de Liquidez BR Properties - 2009 a 2020	34
Tabela 11– Índices de Endividamento (%) - OSX S.A - 2009 a 2020.....	37
Tabela 12 – Índices de Rentabilidade (%) - OSX S.A - 2009 a 2020.....	37
Tabela 13 – Índices de Liquidez OSX S.A - 2009 a 2020	38
Tabela 14 – Índices de Endividamento (%) - EcoRodovias S.A - 2009 a 2020	41
Tabela 15 – Índices de Rentabilidade (%) - EcoRodovias S.A - 2009 a 2020	42
Tabela 16 – Índices de Liquidez EcoRodovias S.A - 2009 a 2020.....	42
Tabela 17 – Índices de Endividamento (%) – Mills S.A - 2009 a 2020.....	45
Tabela 18 – Índices de Rentabilidade (%) – Mills S.A - 2009 a 2020.....	45
Tabela 19 – Índices de Liquidez Mills S.A - 2009 a 2020.....	45
Tabela 20 – Índices de Endividamento (%) - JSL S.A – 2010 a 2020.....	48
Tabela 21 – Índices de Rentabilidade (%) - JSL S.A – 2010 a 2020	49
Tabela 22 – Índices de Liquidez JSL S.A – 2010 a 2020	49
Tabela 23 - Índices de Endividamento (%) - Renova Energia S.A - 2009 a 2020.....	52
Tabela 24 - Índices de Rentabilidade (%) - Renova Energia S.A - 2009 a 2020.....	52
Tabela 25 - Índices de Liquidez Renova Energia S.A - 2009 a 2020	53
Tabela 26 - Índices de Endividamento (%) - HRT S.A - 2009 a 2020	56
Tabela 27 - Índices de Rentabilidade (%) - HRT S.A - 2009 a 2020	56
Tabela 28 - Índices de Liquidez HRT S.A - 2009 a 2020.....	56
Tabela 29 - Índices de Endividamento (%) - BR Insurance S.A - 2010 a 2020	60
Tabela 30 - Índices de Rentabilidade (%) - BR Insurance - S.A - 2010 a 2020	60
Tabela 31 - Índices de Liquidez BR Insurance S.A - 2010 a 2020.....	60
Tabela 32 - Índices de Endividamento (%) - Raia S.A - 2009 a 2020.....	63
Tabela 33 - Índices de Rentabilidade (%) - Raia S.A - 2009 a 2020	63
Tabela 34 - Índices de Liquidez Raia S.A - 2009 a 2020.....	64

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES E <i>IPO</i>	13
2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS	14
2.3 MOTIVAÇÕES PARA OFERTAS PÚBLICAS	15
2.3.1 TEORIA DO CICLO DE VIDA	15
2.3.2 TEORIA DE <i>MARKET TIMING</i>	16
2.4 TÉCNICAS DA ANÁLISE DE BALANÇOS	16
2.4.1 INDICADORES FINANCEIROS	16
2.4.1.1 <i>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</i>	17
2.4.1.2 <i>ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO OU DE ESTRUTURA DE CAPITAL</i>	19
2.4.1.3 <i>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</i>	20
2.4.4 ANÁLISE HORIZONTAL (AH)	21
2.4.5 ANÁLISE VERTICAL (AV)	22
3 DADOS E ANÁLISES	23
3.1 ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.	24
3.2 MULTIPLUS S.A.	28
3.3 BR PROPERTIES S.A.	31
3.4 OSX BRASIL S.A.	35
3.5 ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	39
3.6 MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	43
3.7 JSL S.A.	46
3.8 RENOVA ENERGIA S.A.	49
3.9 HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	53
3.9.1 BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.	57
3.9.2 RAIA S.A.	61
4 CONCLUSÃO	65
REFERÊNCIAS	66

1 INTRODUÇÃO

Como resultado da crescente competitividade do mercado nos últimos anos, surge a necessidade das empresas de crescer, inovar e buscar formas de financiar seus novos projetos. De acordo com Smaniotto, Alves e Decourt (2017), as empresas podem obter financiamento de diversas formas, dentre elas: i) autofinanciamento (através da retenção dos resultados líquidos do próprio caixa); ii) recursos de terceiros captados por meio de dívidas (debêntures e títulos conversíveis); iii) recursos captados através da emissão de ações.

O mercado de capitais atua como um importante agente para a fonte desses financiamentos e vem se tornando cada vez mais procurado pelas empresas. Segundo dados da B3 (2021) - a bolsa de valores do Brasil - entre os anos de 2004 e 2020 houve 200 ofertas públicas no país, responsáveis pela captação de R\$ 234,7 bilhões, com os anos mais marcantes sendo 2007 e 2020, com 64 e 28 aberturas, respectivamente.

Diversos são os motivos pelos quais as empresas optam pela abertura de capital no mercado. Segundo Steffen e Zanini (2012) os principais deles são: maior capitalização da empresa, aumento do valor de mercado, realização de investimentos, maior vantagem competitiva e melhora da imagem da empresa. Portanto, a oferta pública inicial de ações, conhecida também na sigla em inglês IPO (*Initial Public Offering*), torna-se uma opção mais atrativa por propiciar para a empresa uma oportunidade que vai além apenas da capitalização de recursos.

Diante do exposto, chama a atenção o fato de em alguns anos específicos haver um aumento no lançamento de IPOs quando comparado a outros. Existem na literatura algumas teorias que explicam a estrutura de capital das empresas (*static trade-off theory*, *pecking order theory*, teoria do ciclo de vida e de *market timing*) que serão abordadas ao longo do trabalho. No entanto, observando o aumento de IPOs em períodos específicos, cabe evidenciar a teoria de *Market Timing*, que segundo Rossi Jr. e Marotta (2010) é conhecida pelas “janelas de oportunidade”, que são períodos de mercado mais aquecido onde as empresas percebem que há a possibilidade de obter capital via oferta de ações podendo ter maiores oportunidades de retornos significativos. Naturalmente, essa percepção por parte dos administradores, faz com que haja um intenso crescimento dos IPOs em determinado período.

À vista da significativa quantidade de novos IPOs e das potenciais ofertas que serão lançadas futuramente, somados à evolução positiva da Bolsa atualmente, o tema é importante para fundamentar e consolidar os estudos sobre o assunto, que ainda são relativamente escassos no Brasil. Portanto, em face da crescente visibilidade que o mercado de capitais vem ganhando,

a escolha do tema se justifica por se tornar cada vez mais importante entender como as empresas respondem ao captar recursos oriundos desta fonte.

Deste modo, a problemática da pesquisa é definida em dois pontos:

- Qual o desempenho financeiro-econômico das empresas após a realização do IPO?
- Quais foram suas decisões de investimento com o recurso captado?

Com base nisso, o objetivo do trabalho é analisar o desempenho financeiro das empresas que realizaram abertura de capital no Brasil no ano de 2010 e avaliar quais foram as decisões de investimento dessas empresas com o recurso captado. Como forma de alcançar os objetivos serão feitas análises do balanço das empresas que optaram pela abertura de capital, análise e interpretação dos principais indicadores financeiros das empresas e a partir disso será feita a análise do desempenho das companhias.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção dedica-se às fontes de referência que servirão como embasamento teórico para a fundamentação do trabalho.

2.1 OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES E IPO

As ofertas públicas de ações são caracterizadas entre primárias e secundárias, onde na distribuição primária é a empresa que emite e vende novas ações e detêm os recursos provenientes delas. A oferta secundária consiste na negociação de ações já existentes no mercado, onde quem vende são os acionistas que já negociaram anteriormente a ação, de modo que o recurso obtido nessa venda não se destina ao caixa da empresa, mas sim ao acionista/vendedor que estava em posse da ação.

Dessa forma, a oferta pública inicial de ações, ou IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*), representa a abertura de capital das empresas ao público através da oferta primária de ações que serão negociadas em bolsa de valores. Os principais objetivos das empresas ao abrir seu capital, segundo consta em BM&FBOVESPA, PWC (2014) são: ter acesso ao mercado de capitais e obter recursos para financiar projetos de investimento; utilizar as ações como instrumento para aquisição de outras empresas, sem precisar desembolsar recursos do seu caixa; criar um referencial de avaliação da empresa; profissionalização da gestão; oferecer liquidez para empreendedores e melhorar a imagem institucional. Portanto, o IPO

É uma fonte de captação de recursos de longo prazo pelas empresas através da oferta inicial de ações, com a finalidade de pagar suas dívidas no curto prazo, bem como financiar seus investimentos e capital de giro. Essa alternativa tem seu sucesso ou fracasso influenciado essencialmente pelas condições sistemáticas, que afligem todo o mercado, ou por características inerentes às empresas que lançam seus papéis para serem negociados em bolsa. (SATURNINO *et al.*, 2012).

Entretanto, a decisão de se tornar uma empresa de capital aberto deve levar em consideração todos os custos envolvidos no processo de abertura. Um estudo da Deloitte (2020) aponta que os custos incidentes de uma abertura de capital são divididos em dois tipos: os diretamente associados à oferta e os associados à manutenção de uma companhia aberta em bolsa de valores. Os custos da oferta estão ligados à comissão de coordenadores, honorários profissionais, taxas de listagem, entre outros. Já os custos subsequentes à oferta são relacionados a custos de regulação, governança, honorários, taxas anuais e custos de transição.

Sabendo disto, é crucial para a empresa a análise das conveniências da abertura e de saber pesar os custos e benefícios do processo, pois nem sempre apenas a necessidade de captar recursos significa que a abertura de capital seja o melhor caminho.

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

De acordo com Smaniotto, Alves e Decourt (2017), a estrutura de capital pode ser resumida na forma como a empresa financia seus projetos e ativos, tendo dois meios possíveis para isso: o uso de capital interno ou através de capital de terceiros. Dentre as opções, o capital de terceiros é mais barato do que o capital próprio, uma vez que o primeiro implica uma obrigação contratual de pagamentos por parte da empresa, enquanto o segundo se resume em um direito residual sobre o seu fluxo de caixa (Famá *et al.* 2001). Contudo, nem sempre aumentar o endividamento captando recursos externos pode ser a melhor opção para a empresa.

A estrutura de capital das empresas tem sido um tema muito discutido nas pesquisas sobre finanças corporativas nas últimas décadas, em que há, segundo Amaral (2011), uma procura por uma estrutura de capital ótima para a empresa, que traga o máximo de ganhos - como vantagens fiscais e um custo mais baixo de capital - e o mínimo de perdas com estresse financeiro.

Atualmente, duas principais correntes teóricas explicam a estrutura de capital. A primeira, a *Static Tradeoff Theory* (STT) desenvolvida por Kraus e Litzenberger em 1973 - originada a partir do teorema proposto por Modigliani e Miller (1958), onde os autores defendem que a estrutura de capital da empresa não é um ponto decisivo para determinar o seu valor - afirma que as empresas possuem uma meta de endividamento e seguem essa meta para orientar suas decisões de financiamento. A meta seria estabelecida pelo resultado do confronto entre o custo e o benefício da dívida, onde o custo de falência se contrapõe ao benefício fiscal.

Já a *Pecking Order Theory*, segundo Myers (1984), alega que as empresas seguem uma ordem hierárquica ao estabelecer sua estrutura de capital, seguindo a ordem:

- 1) autofinanciamento (lucros retidos internamente);
- 2) recursos de terceiros captados por meio de dívidas (emissão de debêntures e títulos conversíveis);
- 3) recursos captados através de emissão de ações. De acordo com Medeiros e Daher (2018), a emissão de novas ações ser colocada como última opção deve-se principalmente à subprecificação das ações pelo mercado, que pode ocorrer devido a

assimetria de informações entre os gestores da empresa e os novos potenciais investidores.

2. 3 MOTIVAÇÕES PARA OFERTAS PÚBLICAS

As ofertas públicas iniciais de ações são consideradas um marco histórico no ciclo de vida de uma empresa, permitindo que ela tenha acesso ao mercado de ações para financiar futuros projetos de crescimento. Embora esse seja um dos principais motivos, existem também outras teorias que sugerem diferentes motivações para a abertura do capital (KIM & WEISBACH 2005). Em um estudo de Pagano, Panetta e Zingales (1998), com base em 69 empresas italianas, os autores concluíram que as empresas amostradas optaram por abrir seu capital não para financiar investimentos, mas para reorganizar sua alavancagem e para os gestores liquidarem suas posições. Zingales (1995) também alega que a visibilidade trazida para a empresa após um IPO, a torna mais atrativa para ser adquirida por outras empresas, pois ela passa a ter um valor de mercado estabelecido.

Em virtude das diferentes motivações das empresas para abrir o capital, continuam surgindo novas teorias que tentam explicar da melhor forma os variados estímulos para conduzir o processo.

2.3.1 Teoria do ciclo de vida

Baseia-se no princípio de que as empresas abrem seu capital em determinado momento de seu ciclo de vida, pois a empresa atinge um determinado período de seu ciclo em que ela precisa de mais capital para continuar em crescimento (STEFFEN & ZANINI, 2014).

De acordo com Dickinson (2011), conforme citado por Iara *et al.* (2018), os estágios do ciclo de vida da empresa perpassam por introdução, crescimento, maturidade, reestruturação e declínio. Sendo que cada fase do ciclo de vida determina suas necessidades financeiras, a disponibilidade financeira e o custo de capital associado (La Rocca *et al.*, 2011, *apud* Iara *et al.*, 2018).

2.3.2 Teoria de *Market Timing*

A teoria de *market timing* sugere que algumas empresas tendem a abrir capital baseadas em um cenário econômico favorável, que a favoreça de modo a obter maior valor de mercado. Na literatura, Loughran & Ritter (1995) e Rossi Jr. & Marotta (2010) concluem que nesses casos as empresas aproveitam as “janelas de oportunidade”, que são períodos de mercado mais aquecido em que as empresas têm maiores oportunidades de retornos, ou seja, agem de forma a se beneficiar do momento. Para Rossi Jr & Marotta (2010), a tentativa pelos administradores dessas empresas de encontrar tais janelas de oportunidade, explorando variações temporárias no custo de capital próprio relativo a outras formas de captação é o que define a estrutura de capital das mesmas.

Nesse contexto, previamente ao IPO, a empresa compara seu valor estipulado internamente e seu valor estimado pelo mercado, caso perceba que está sendo avaliada abaixo do mercado, adiará o IPO até o momento em que o mercado esteja mais aquecido para obter valores melhores (Brau, Ryan e Degraw, 2006).

Conforme publicado por Alti (2006), o *market timing* afeta positivamente o volume das ações emitidas, principalmente as primárias. No entanto, alega que o impacto do IPO na estrutura de capital é fugaz, sendo revertido em aproximadamente dois anos.

2. 4 TÉCNICAS DA ANÁLISE DE BALANÇOS

2.4.1 INDICADORES FINANCEIROS

A análise contábil das empresas é de extrema importância para tomadas de decisão a seu respeito, pois a contabilidade, quando analisada de forma correta, fornece informações preciosas sobre a real situação financeira da empresa (Silva *et al.*, 2016). Os relatórios contábeis obrigatórios disponibilizados periodicamente pelas empresas, segundo Assaf Neto (2010) são o insumo básico para realizar as análises e são eles: balanço patrimonial, demonstração do resultado, demonstração das mutações de patrimônio líquido, demonstração de fluxo de caixa, demonstração do valor adicionado, parecer de auditoria e relatório de administração. (Silva *et al.*, 2016).

A partir dos dados contábeis disponibilizados nos relatórios, é possível então fazer a análise de balanços, atividade que auxilia a elaborar a trajetória financeira das empresas ao

longo do tempo e a traçar um possível perfil econômico para o futuro. Logo, destaca-se a seguinte definição de análise de balanços:

A análise de balanços visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras. Em outras palavras, pela análise de balanços extraem-se informações sobre a posição passada, presente e futura (projetada) de uma empresa. (ASSAF NETO, 2012, p. 35).

Ainda de acordo com Assaf Neto (2012), a avaliação de um índice de forma isolada não é suficiente para uma correta conclusão. Sendo assim, os índices fundamentais para análise do desempenho econômico-financeiro da companhia são os índices de liquidez, de endividamento e de rentabilidade (MARION, 2009).

2.4.1.1 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez apontam a capacidade de pagamento da empresa, ou seja, revelam se a empresa tem recursos financeiros suficientes para quitar suas dívidas. Pode ser avaliada a capacidade de pagamento da companhia por período de longo prazo, curto prazo ou prazo imediato (MARION, 2009).

Os indicadores de liquidez que serão abordados no presente trabalho são:

i) Liquidez Geral

É a capacidade da empresa de realizar pagamentos a curto e longo prazo, ou seja, indica a quantidade de recursos totais para cada R\$ 1,00 de dívida de curto e longo prazo.

A liquidez geral pode ser utilizada como uma medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, pois revela sua capacidade de saldar todos seus compromissos (ASSAF NETO, 2012).

Portanto, quanto maior o indicador, mais recursos a empresa dispõe para cobrir seus compromissos.

$$LG = \frac{ATIVO\ CIRCULANTE + REALIZÁVEL\ A\ LP}{PASSIVO\ CIRCULANTE + PASSIVO\ Ñ\ CIRCULANTE}$$

ii) **Liquidez Corrente (LC)**

Indica capacidade de pagamento no curto prazo (até o final do próximo exercício corrente), demonstrando o quanto a empresa possui de recursos disponíveis a curto prazo para cada R\$1,00 de dívida.

Assim, para o índice de liquidez corrente serve a ideia de quanto maior, melhor, pois a empresa terá mais recursos para quitar suas próximas obrigações.

$$\mathbf{LC} = \frac{\mathbf{ATIVO\ CIRCULANTE}}{\mathbf{PASSIVO\ CIRCULANTE}}$$

iii) **Liquidez Seca (LS)**

Segundo Matarazzo (2010), o índice de liquidez seca refere-se à geração de caixa no curtíssimo prazo (inferior a 90 dias). Em outras palavras, indica a quantidade de recursos de maior liquidez (disponível e títulos a receber) - sem levar em conta os estoques - que a empresa teria disponível para cada R\$1,00 de dívidas no curto prazo.

Quanto maior o valor do índice, mais recursos imediatos a empresa terá para saldar suas obrigações.

$$\mathbf{LS} = \frac{\mathbf{ATIVO\ CIRCULANTE - ESTOQUES}}{\mathbf{PASSIVO\ CIRCULANTE}}$$

iv) **Liquidez Imediata (LI)**

Esse indicador revela a porcentagem das dívidas a curtíssimo prazo, em condições de serem liquidadas imediatamente. Segundo Assaf Neto (2012, p.176), esse quociente é normalmente baixo, pois as empresas têm pouco interesse em conservar recursos monetários em caixa, alocando suas disponibilidades em ativos que gerem maior rentabilidade.

Se o resultado da liquidez imediata for maior ou igual a um, significa que a empresa possui disponibilidades para liquidar seus compromissos imediatamente.

$$\mathbf{LI} = \frac{\mathbf{CAIXA\ E\ EQUIVALENTES}}{\mathbf{PASSIVO\ CIRCULANTE}}$$

2.4.1.2 Índices de Endividamento ou de Estrutura de Capital

Os índices de estrutura de capital buscam demonstrar como a empresa está estruturada, conforme a relação entre o capital próprio e o capital de terceiros, ou seja, seu endividamento (DINIZ, 2015, p. 111).

A análise desses indicadores tem como objetivo identificar através de quais formas a empresa está obtendo recursos para financiar seus projetos e a exigibilidade desses recursos ao longo do tempo, se de curto ou longo prazo.

De acordo com o objetivo da análise, utilizaremos neste estudo os seguintes indicadores:

i) Composição do Endividamento

Segundo Matarazzo (2010), a composição do endividamento é a relação entre capital de terceiros de curto prazo e capital de terceiros total (passivo circulante + passivo não circulante).

Espera-se que a empresa concentre suas dívidas no longo prazo, pois dessa forma ela terá mais tempo para organizar suas atividades e quitar suas obrigações sem maiores problemas, portanto, quanto menor for o resultado do índice, significa que as dívidas estarão mais concentradas no longo prazo.

$$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}} \times 100$$

ii) Endividamento Geral

O índice de endividamento geral, indica a dimensão total das dívidas de uma empresa em comparação ao seu ativo. Neste caso, quanto menor for o índice, mais positivo é o resultado para a empresa do ponto de vista de capacidade de pagamento das contas. Porém, o resultado pode ser analisado de forma positiva ou negativa a depender do quanto a empresa paga para obter capital de terceiros, podendo ser vantajoso para realizar alavancagem caso ela consiga captar capital externo de formas baratas.

$$EG = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

iii) Participação de Capital de Terceiros

Este índice relaciona as duas principais fontes de recurso da empresa, que são o capital próprio e o capital de terceiros. Através dele, podemos saber quanto representa o capital emprestado de terceiros em relação ao capital próprio investido, ou seja, o valor indicado representa a parcela de recursos de terceiros que a empresa utiliza para cada R\$100,00 de capital próprio.

Neste caso, de acordo com Matarazzo (2010), se o valor do índice for maior que 100% significa que a empresa possui mais recursos provenientes de capital externo do que de capital próprio e o inverso se aplica caso o valor seja inferior a 100%. Desta forma, quanto menor for valor do indicador, é melhor para a empresa no que diz respeito à liquidação de suas contas - isso caso o custo do capital de terceiros seja alto. Do contrário, a maior participação de capital de terceiros pode ser benéfica para projetos de alavancagem.

$$PCT = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

2.4.1.3 Índices de Rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade tratam sobre os aspectos econômicos da empresa. Esses índices visam medir a eficiência em gerar resultados em função dos investimentos realizados pela empresa (MARION, 2009).

Os valores desses índices são obtidos através dos resultados da empresa expostos no Balanço Patrimonial e na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e os índices de rentabilidade que serão utilizados no presente trabalho são: rentabilidade do ativo (ROA) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE).

i) Retorno sobre o Ativo (ROA)

O índice de retorno sobre o ativo, também conhecido como ROA, que deriva do termo *Return on Assets*, é uma forma de analisar a proporção entre o lucro obtido por uma empresa e o valor do investimento realizado por ela, que é indicado pelo valor do seu ativo total, ou seja, é uma medida de retorno de todo o capital investido (DINIZ, 2015).

Portanto, é desejável que o ROA seja o maior possível, pois neste caso a empresa estará obtendo mais retornos a partir de seus investimentos.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

ii) Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)

Conhecido comumente pela sigla ROE (*Return on Equity*), este índice de rentabilidade demonstra a proporção entre o lucro obtido pela empresa e o valor de seu capital próprio.

Através do valor do ROE, tomamos conhecimento do potencial da empresa em gerar valor com seus próprios recursos, o que pode indicar estabilidade e passar mais confiança para os acionistas, portanto, quanto maior o valor do ROE, melhor para a empresa.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

2.4.4 ANÁLISE HORIZONTAL (AH)

A análise horizontal baseia-se na comparação dos resultados da empresa entre si ao longo de períodos distintos onde são avaliadas a evolução e tendências de evolução patrimonial e de resultados (Silva & Rodrigues *et al.*, 2016). Portanto, a análise horizontal só é possível de ser realizada se houver dados de pelo menos dois períodos. A grande importância dessa técnica, segundo Assaf Neto (2012), consiste em analisar tendências passadas e futuras de cada valor contábil, permitindo identificar a causa de problemas que podem ter se originado no passado e que podem refletir em períodos futuros.

O critério escolhido para ilustrar a análise horizontal neste trabalho foi a de tomar como período-base o exercício imediatamente anterior ao que está em estudo, pois este método, segundo Assaf Neto (2012), torna a análise mais dinâmica e permite uma visão mais analítica.

2.4.5 ANÁLISE VERTICAL (AV)

A análise vertical segundo Marion (2009), é determinada a porcentagem de cada conta ou grupo de contas em relação ao conjunto, sendo calculado através de um valor padrão, como por exemplo, o ativo total. Ou seja, analisa o percentual de cada conta dentro da empresa, podendo descobrir a influência de cada item no resultado final.

Segundo Schmidt (2006, p.108, apud SOARES, 2015, p.11)

a análise vertical das demonstrações contábeis evidencia a participação em termos percentuais de cada rubrica de determinada demonstração em relação a um totalizador [...] permitindo o analista verificar os itens mais significativos na composição de cada demonstração contábil.

Neste caso, como o objetivo da análise é a relevância das contas que compõe a empresa, pode ser feita com base em apenas um período.

3 DADOS E ANÁLISES

Definida a problemática, os objetivos do trabalho e o referencial que será utilizado na elaboração, cabe agora elucidar a forma como o trabalho será conduzido. Seguindo os critérios de classificação de pesquisa com base em Prodanov (2013), a pesquisa realizada é caracterizada como descritiva, adotando procedimentos técnicos baseados na pesquisa documental.

No que se refere aos dados da pesquisa, foram selecionadas as empresas brasileiras que decidiram abrir seu capital no ano de 2010, totalizando 11 empresas. A escolha do ano de 2010 foi feita levando em consideração a necessidade de se fazer uma análise onde os resultados não fiquem restritos aos efeitos imediatos do IPO, logo, foi escolhido um período de análise de 10 anos contados a partir do exercício final imediato após o ano de IPO. Contudo, também foram analisados os dados do último exercício anterior ao lançamento das ações para poder elucidar razoavelmente a situação da empresa antes da oferta.

Portanto, consistem em dados quantitativos extraídos de relatórios contábeis disponibilizados pelas próprias empresas e da base de dados disponível na ferramenta *Economática*. Os dados são referentes ao Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), por onde podem ser obtidos os resultados dos principais indicadores financeiros: Liquidez, Endividamento e Rentabilidade e também através dos dados do BP e da DRE serão feitas análises verticais e horizontais da empresa.

O método que será utilizado é o método comparativo, pois é a partir da comparação dos dados e indicadores das empresas após lançamento dos IPOs que será possível analisar os resultados obtidos com os recursos captados. Segundo Prodanov (2013, p.38), “o método comparativo, ao ocupar-se das explicações de fenômenos, permite analisar o dado concreto, deduzindo elementos constantes, abstratos ou gerais nele presentes. ”. Desse modo, a abordagem utilizada será quantitativa no que diz respeito ao levantamento dos dados, indicadores e variações, e qualitativa no que se refere a interpretação dos resultados obtidos.

A escolha da técnica da análise horizontal e vertical para análise dos dados define-se por ser uma abordagem comumente utilizada para realizar a comparação entre os resultados de uma empresa e a evolução de seu patrimônio.

As duas principais características de análise de uma empresa são a comparação dos valores obtidos em determinado período com aqueles levantados em períodos anteriores e o relacionamento desses valores com outros afins. Dessa maneira, pode-se afirmar que o critério básico que norteia a análise de balanços é a comparação. (Assaf Neto, 2012, p.105).

Nesta seção também serão graficamente expostos os resultados das análises horizontal e vertical obtidos a partir dos dados do balanço patrimonial das empresas analisadas, bem como os resultados dos índices de liquidez, endividamento e rentabilidade e suas devidas interpretações de acordo com o objetivo proposto.

Tabela 1 - Empresas analisadas – 2010

EMPRESA	SEGMENTO	INÍCIO DE NEGOCIAÇÃO
ALIANSCCE S.A	Exploração de Imóveis	29/01/10
MULTIPLUS S.A	Programas de Fidelização	05/02/10
BR PROPERTIES S.A	Exploração de Imóveis	08/03/10
OSX BRASIL S.A	Máquinas e Equipamentos	22/03/10
ECORODOVIAS S.A	Exploração de Rodovias	01/04/10
MILLS S.A	Serviços Diversos	16/04/10
JSL S.A	Transporte Rodoviário	22/04/10
RENOVA S.A	Energia Elétrica	13/07/10
HRT PETROLEO S.A	Exploração e/ou Refino	25/10/10
BR INSURANCE S.A	Corretoras de Seguros	01/11/10
RAIA S.A	Medicamentos	20/12/10

Fonte: B3 (2021).

3.1 Aliansce Shopping Centers S.A

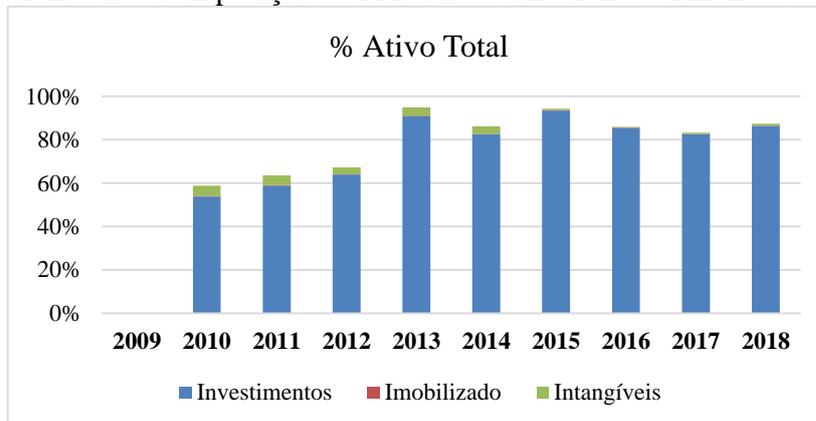
Fundada em 2003, a Aliansce é considerada uma das empresas líderes do setor de Shopping Centers do Brasil. Até a data de divulgação de seu prospecto em janeiro de 2010, é avaliada como a segunda maior administradora de Shopping Centers do país - dentre as quatro empresas de capital aberto do setor em termos de número de shoppings administrados – e também a empresa com maior volume de desenvolvimento de shoppings. Em seu portfólio constam participação em 13 shopping centers, localizados nas cinco regiões brasileiras e direcionados a todas as faixas de renda.

Conforme exposto no prospecto de IPO, a empresa estimava que fossem captados aproximadamente R\$434.137.500,00 com a oferta de suas ações e anuncia que a destinação dos recursos líquidos captados ocorreria da seguinte forma: 50% destinados a aquisição de participação em Shopping Centers, 30% para o desenvolvimento de novos Shoppings Centers e 20% destinados a expansão de Shopping Centers já existentes da companhia. Portanto, entende-se que os valores obtidos na oferta seriam destinados totalmente a conta de ativos da empresa, com foco na expansão de seus negócios.

Como observado no gráfico 1, que representa a divisão das contas do ativo não circulante em relação ao ativo total, a empresa destinou a maior parte dos recursos captados para a conta de investimentos, que corresponde ao ativo não circulante - mais especificamente na participação de empresas controladas - de tal maneira que no período os investimentos representaram, em média, 77% do ativo total, atingindo o patamar máximo de 93% do ativo no ano de 2015.

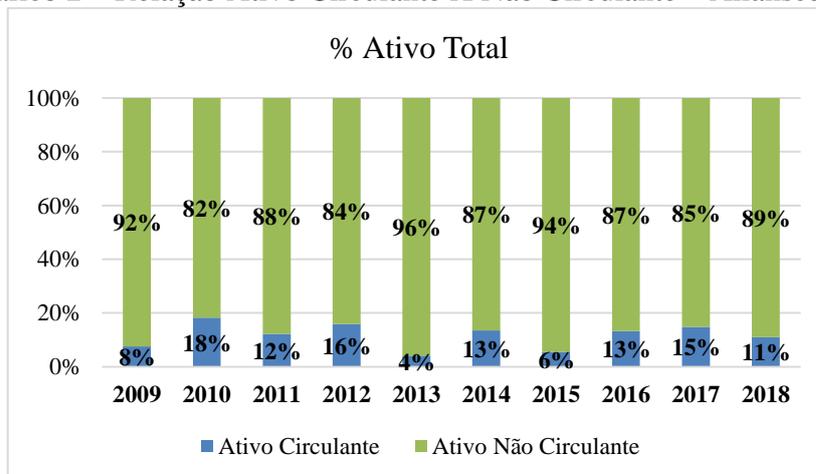
Uma pequena parte, correspondente a menos de 1% do ativo total em cada ano, foi destinada a projetos em operação, valor proporcionalmente menor do que o que havia sido anunciado no prospecto, que seria de 20%, tendo direcionado mais recursos a bens intangíveis – 0,33% a 5% do ativo total – do que à conta do ativo imobilizado.

Gráfico 1 – Composição do Ativo Não Circulante – Aliansce S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 2 – Relação Ativo Circulante X Não Circulante – Aliansce S.A

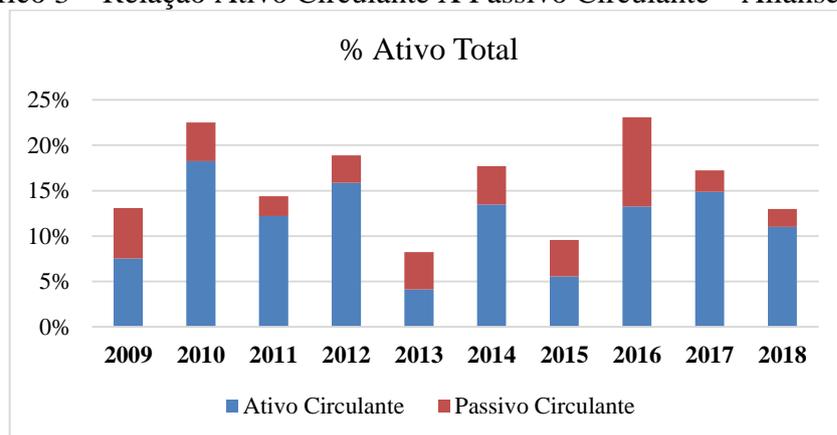


Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando a evolução dos ativos e passivos no gráfico 3, observamos que o ativo circulante aumentou proporcionalmente em relação ao total, variando de 4% a 18% no período.

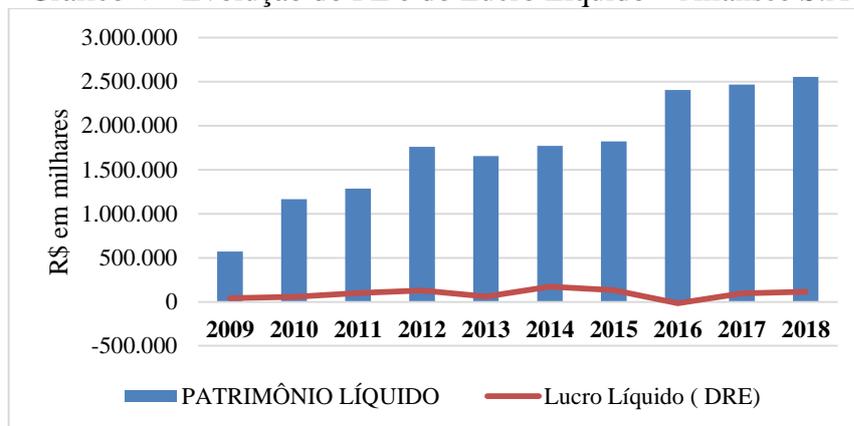
Quando comparado ao passivo circulante, fica evidente a diferença entre suas proporções, pois a tendência foi de o passivo circulante diminuir entre os anos – salvo o ano de 2016 onde atinge 10% do ativo total - o que pode indicar uma certa "folga financeira" da empresa no período analisado.

Gráfico 3 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – Aliansce S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 4 – Evolução do PL e do Lucro Líquido – Aliansce S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 2 – Índices de Endividamento (%) - Aliansce S.A – 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	58,95	31,08	33,69	44,01	35,82	36,07	40,52	37,61	44,38	49,36
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	14,97	18,03	8,69	9,96	15,50	15,95	13,97	36,02	7,72	5,94
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	37,09	23,71	25,20	30,56	26,37	26,51	28,84	27,33	30,74	33,05

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 3 – Índices de Liquidez Aliansce S.A – 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	0,66	1,74	1,45	1,07	0,20	0,52	0,20	0,52	0,55	0,38
Corrente (AC/PC)	1,35	4,27	5,57	5,21	1,01	3,19	1,38	1,35	6,27	5,61
Imediata (Disponíveis/PC)	-	0,08	0,01	0,10	0,03	0,02	0,02	0,01	0,02	0,09

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 4 – Índices de Rentabilidade (%) - Aliansce S.A - 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE (Lucro Líquido /PL)	7,57	4,68	7,88	7,24	3,69	9,84	7,25	-0,74	3,83	4,46
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	4,76	3,57	5,90	5,03	2,71	7,23	5,16	-0,54	2,66	2,99

Fonte: Elaborado pela autora.

Fazendo uma análise de seus indicadores financeiros, é possível observar que o endividamento geral da empresa teve queda em todo os anos, quando comparados com os 37,09% apresentados em 2009, atingindo seu menor valor no ano do IPO em 2010, quando diminui para 23,71% seu endividamento geral. Os índices de liquidez mostrados na tabela 3, sugerem boa capacidade de crédito da empresa especialmente a curto prazo, como indicado pelos valores de liquidez corrente, onde quanto maior que 1,0 mais alta é a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro.

Quanto aos indicadores de rentabilidade, nota-se uma pequena evolução dos índices ROE e ROA em anos específicos, como 2011 e 2014. A variação máxima desde o início do período ocorreu em 2014, com aumento de 29% e 52% do ROE e ROA, respectivamente. No entanto, apesar de o aumento no período não ser de grande relevância, os resultados ainda assim apontam efeito positivo dos investimentos realizados pela empresa.

Em 2019, ocorreu a fusão entre a Aliansce S.A e a Sonae Sierra Brasil, resultando na Aliansce Sonae Shopping Centers S.A, empresa líder nacional no setor de shopping centers e a maior administradora do país, segundo dados da Abrasce (Associação Brasileira de Shopping Centers). Atualmente o portfólio da companhia conta com participação em 29 shopping centers, além da administração de 11 empreendimentos de terceiros.

Numa avaliação geral dos resultados, podemos dizer que a empresa cumpriu o que havia declarado no prospecto de oferta pública. A empresa captou R\$450 milhões do mercado com a oferta das ações primárias e as análises nos mostram que a maior parte dos recursos foi realmente destinado à expansão de sua participação em novos empreendimentos e no desenvolvimento de novos shoppings centers, bem como destinou recursos a operações em

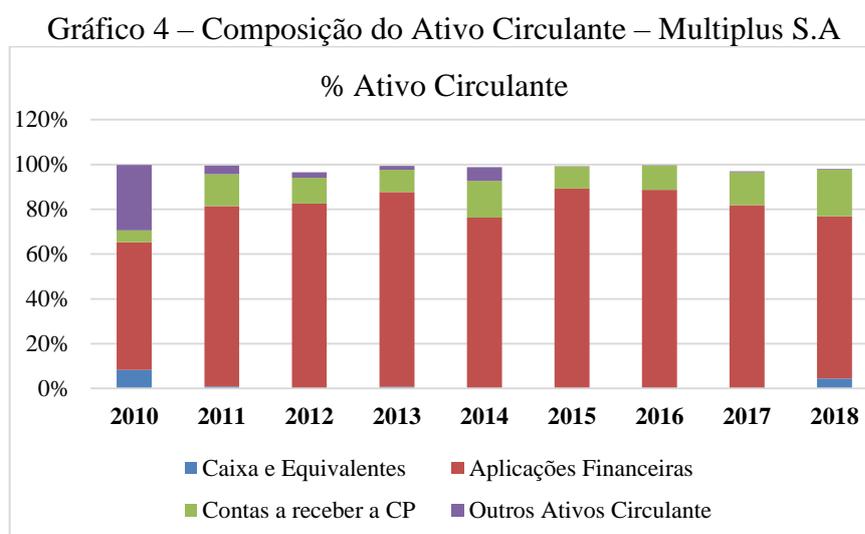
andamento. Além disso, verifica-se aumento do lucro líquido em 163% e do patrimônio líquido em 347%.

3.2 Multiplus S.A.

A Multiplus é pioneira no modelo de rede de coalizão de empresas e a maior rede de programas de fidelização do Brasil, mantendo liderança no mercado brasileiro. A companhia conta com 12,2 milhões de participantes e 472 parceiros comerciais distribuídos pelo território nacional, sendo os principais parceiros empresas como TAM Fidelidade, Ipiranga, Panvel, Ponto Frio, Oi, entre outros. Criada em junho de 2009, em 2010 já passou à companhia de capital aberto.

No prospecto preliminar de IPO, a empresa declarou a pretensão de destinar um percentual dos recursos líquidos obtidos com a oferta para pagamento antecipado para compra de Passagens-Prêmio da TAM Linhas Aéreas e o restante seria usado como reserva de caixa para eventuais resgates e despesas operacionais. Não foi encontrado o prospecto definitivo da empresa informando os verdadeiros valores percentuais que seriam utilizados.

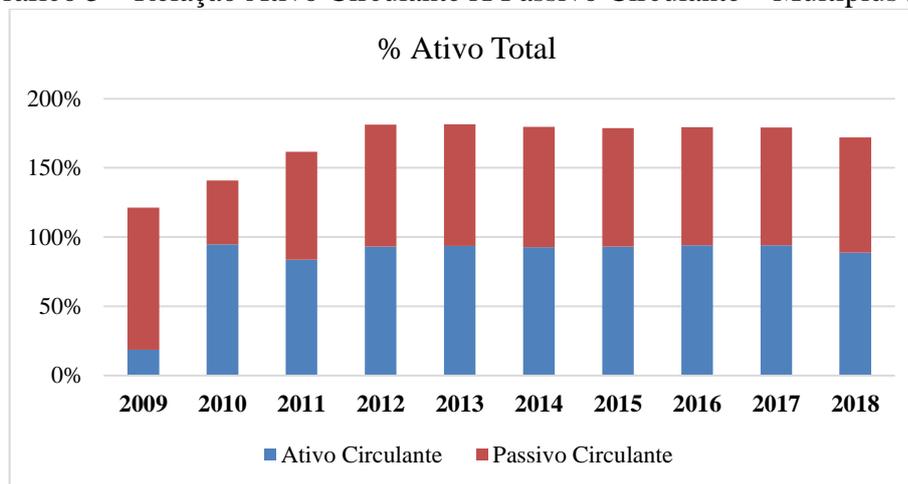
Observa-se no gráfico 4, que a empresa aumentou a conta de aplicações financeiras – estas, que só podem ser consideradas como equivalentes de caixa se forem de curto prazo e apresentarem alta liquidez, conforme definido no CPC 03 (2010) sobre Demonstração dos Fluxos de Caixa. Portanto, com base no que foi divulgado no prospecto, podemos deduzir que os valores repassados às aplicações financeiras têm como objetivo reserva de caixa.



No que diz respeito a proporção do ativo circulante e do passivo circulante em relação ao ativo total, ilustrado pelo gráfico 5, nota-se que a evolução dos dois ao longo do período é muito similar, de forma que quando se aumenta o ativo circulante, o passivo circulante também cresce, indicando crescimento de forma equilibrada das contas da empresa, o que pode ser atestado através do gráfico 6, que retrata a evolução do lucro líquido e o patrimônio líquido.

Segundo consta no relatório de análise das demonstrações contábeis do exercício de 2011 da empresa, a diminuição de seu patrimônio líquido em 66% no ano de 2011 ocorreu devido a distribuição de juros sobre capital próprio e dividendos referente ao exercício social de 2010 e 2011, redução do capital social da companhia e transações com derivativos por *hedge accounting*.

Gráfico 5 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – Multiplus S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 6 – Evolução do PL e do Lucro Líquido - Multiplus S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 5 – Índices de Rentabilidade (%) Multiplus S.A - 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE (Lucro Líquido /PL)	100,8	15,6	105,8	150,3	124,9	147,4	184,0	200,6	215,7	142,4
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	-0,3	292,0	670,4	543,5	557,4	773,8	1132,3	1202,3	1200,0	820,0

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 6 – Índices de Endividamento (%) Multiplus S.A - 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	-3755,12	85,02	404,92	772,46	727,89	659,82	588,13	583,89	618,02	549,12
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	100,00	100,00	97,29	99,64	99,99	100,00	100,00	99,92	99,08	98,55
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	102,74	45,95	80,19	88,54	87,92	86,84	85,47	85,38	86,07	84,59

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 7 – Índices de Liquidez Multiplus S.A – 2009 a 2018

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	0,18	2,14	1,21	1,07	1,07	1,07	1,09	1,10	1,09	1,05
Corrente (AC/PC)	0,18	2,06	1,07	1,06	1,07	1,07	1,09	1,10	1,10	1,06
Imediata (Disponíveis/PC)	-	0,15	0,04	0,01	0,06	0,00	0,01	0,00	0,00	0,25

Fonte: Elaborado pela autora.

Ao observar os indicadores de endividamento, nota-se que a empresa não teve mudanças significativas além do aumento da participação de capital externo, o que já era esperado após a oferta das ações. Em 2010, no ano do IPO, a empresa conseguiu reduzir seu endividamento geral, chegando a 45,95%. No entanto, esse número praticamente dobrou ao decorrer do período, atingindo seu valor máximo de 88,54% em 2012 e nos anos seguintes manteve-se constante nesse patamar. A rentabilidade obtida através do ativo (ROA) e do patrimônio líquido (ROE) foi muito boa, com retornos máximos de 1202,3% e 215,7%, respectivamente, segundo consta na tabela 6.

Apesar do bom desempenho, em 2019 a LATAM, companhia controladora da Multiplus, tomou a decisão de leiloar as ações de sua controlada em uma operação conhecida como OPA (Oferta Pública de Aquisição) – que caracteriza-se como “a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de

companhia aberta” (CVM nº 361/2002) – o que culminou na retirada da empresa da bolsa. A LATAM justificou a decisão diante da perda de participação de mercado que a Multiplus vinha sofrendo.

De modo geral a Multiplus apresentou ótimo desempenho após o IPO, conseguiu elevar seu lucro líquido em 336,9%, reduzir o endividamento em 18% e incrementar sua receita, resultado dos altos índices de rentabilidade no período, o que traduz resultados de uma empresa eficiente e com alta capacidade de gerar retorno para seus acionistas.

3.3 BR Properties S.A

Conhecida por ser uma das maiores empresas de investimento em imóveis comerciais de renda no país, o principal foco das atividades da BR Properties são aquisição, locação, administração, incorporação e venda de imóveis comerciais, qualificados como escritórios, galpões industriais e de varejo.

Com início das atividades operacionais em abril de 2007, até a data do prospecto, divulgado em março de 2010, a empresa contava com 51 imóveis nas regiões de São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba e Belo Horizonte, que representam valor de mercado de R\$1.897,9 milhões, segundo estimativas internas e da CBRE (CB Richard Ellis S/C Ltda.).

O objetivo principal da BR Properties com os recursos obtidos na oferta, conforme indicado em seu prospecto de IPO, era destinar 85% para aquisição de imóveis e/ou empresas detentoras de imóveis e 15% para utilização em desenvolvimento e incorporação de imóveis comerciais, conforme anunciado no prospecto definitivo de oferta pública da empresa.

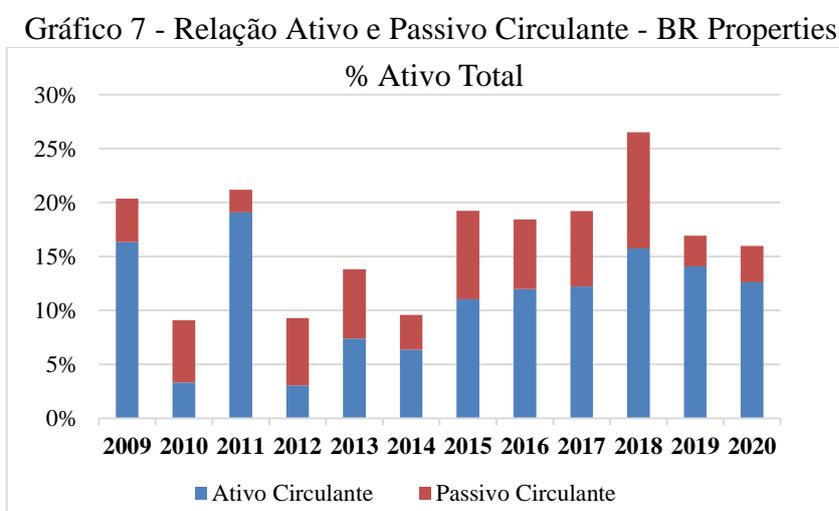
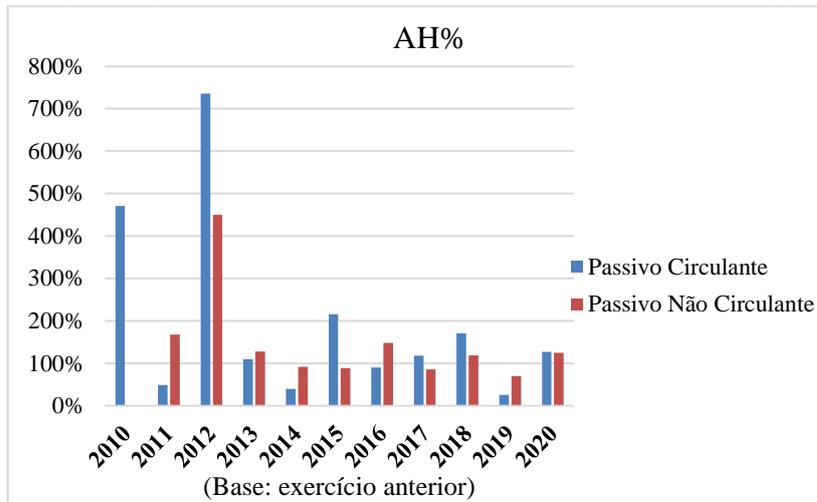
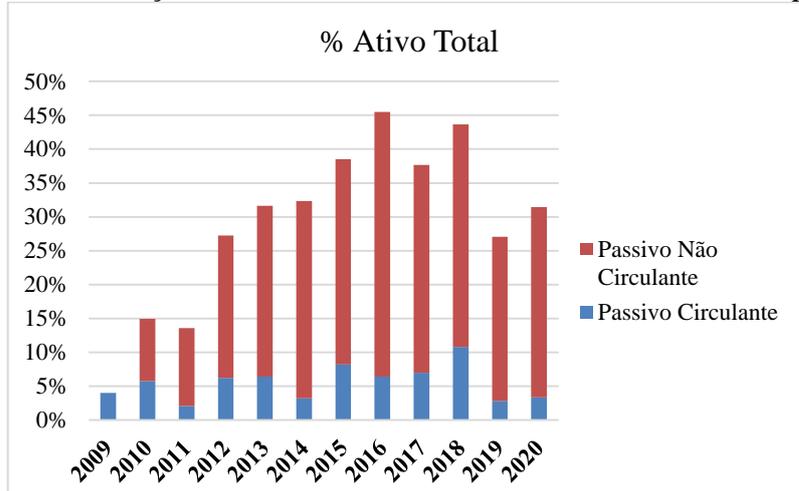


Gráfico 8 - Análise Horizontal dos Ativos e Passivos Circulantes – BR Properties



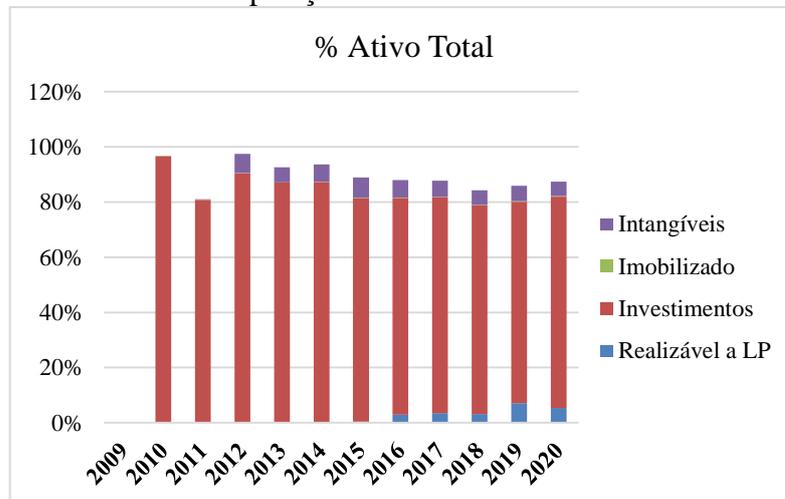
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 9 - Relação Passivo Circulante e Não Circulante - BR Properties



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 10 - Composição do Ativo Não Circulante - BR Properties

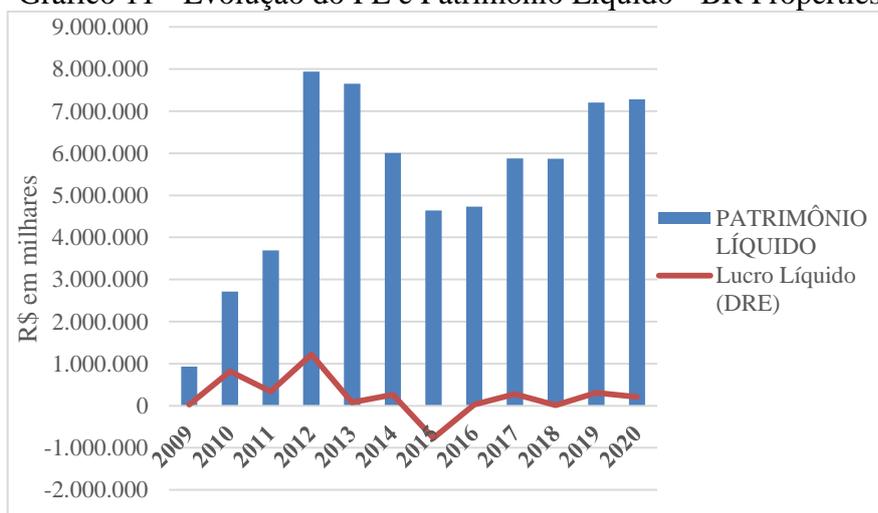


Fonte: Elaborado pela autora.

Ao analisar o gráfico 7, notamos que a composição do ativo circulante em relação ao ativo total é consideravelmente maior que a composição do passivo circulante, o que indica uma posição mais confortável para a empresa em relação às suas obrigações de curto prazo durante o período. Em relação à composição do ativo, cerca de 82% é concentrado na conta de ativos não circulantes, sobretudo na conta de investimentos da empresa, como indica o gráfico 10, onde o recurso foi destinado a investimentos em participações societárias.

O gráfico 8 ilustra a análise horizontal do passivo circulante e não circulante da empresa comparada ano a ano, indicando um aumento de 736% no passivo circulante em 2012, resultante de aumentos de empréstimos e financiamentos e impostos a pagar. No entanto, o gráfico 9 aponta que o passivo não circulante possui maior participação na composição do ativo total.

Gráfico 11 - Evolução do PL e Patrimônio Líquido - BR Properties



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 8 - Índices de Endividamento (%) - BR Properties - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	4,19	17,60	15,75	36,15	46,30	47,77	62,57	83,45	60,45	77,51	37,12	45,86
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	1,00	0,38	0,15	0,23	0,20	0,10	0,21	0,14	0,19	0,25	0,11	0,11
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	4,02	14,97	13,61	27,24	31,65	32,33	38,49	45,49	37,67	43,67	27,07	31,44

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 9 - Índices de Rentabilidade (%) - BR Properties - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	3,12	30,02	9,08	15,31	1,06	4,40	-16,59	0,61	4,71	0,23	4,32	2,83
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	2,99	25,53	7,85	11,54	0,73	2,98	-10,20	0,33	2,94	0,13	3,15	1,94

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 10 - Índices de Liquidez BR Properties - 2009 a 2020

LIQUIDEZ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	4,06	0,22	1,40	0,11	0,23	0,20	0,30	0,33	0,42	0,43	0,78	0,57
Corrente (AC/PC)	-	0,45	8,81	0,23	0,78	1,56	1,06	1,19	0,13	0,88	3,87	2,95
Imediata (Disponíveis/PC)	4,06	0,58	9,13	0,49	1,15	1,97	1,35	1,86	1,75	1,46	4,93	3,74

Fonte: Elaborado pela autora.

Os indicadores financeiros apontam aumento no endividamento geral da empresa, que se manteve em média em 31%, tendo a maior parte de sua composição distribuída a longo prazo, como indicam os valores abaixo de 1,00 da composição do endividamento, pois quanto menor for o valor da composição, significa que as dívidas estão mais concentradas a longo prazo.

No entanto, os índices de liquidez indicam melhor capacidade de crédito a curto do que a longo prazo, pois a curto prazo (indicado pela liquidez corrente e imediata) os valores são em média 2,71 e 1,99 respectivamente. Já no longo prazo, indicado pela liquidez geral, os valores se mantêm em média 0,75. Ou seja, a companhia apresenta capacidade média 2,71 e 1,99 vezes maior de pagamento do que a de adquirir dívidas de curto prazo e no longo prazo, esse valor diminui para 0,75.

Os valores do ROE e ROA tiveram aumento expressivo ao final do exercício de 2010, de 862% e 754% respectivamente. Nos anos seguintes os valores não acompanharam o aumento inicial, mas seguiram revelando boa rentabilidade da empresa através de seus investimentos, salvo o ano de 2015, quando apresentou resultados negativos para os dois indicadores.

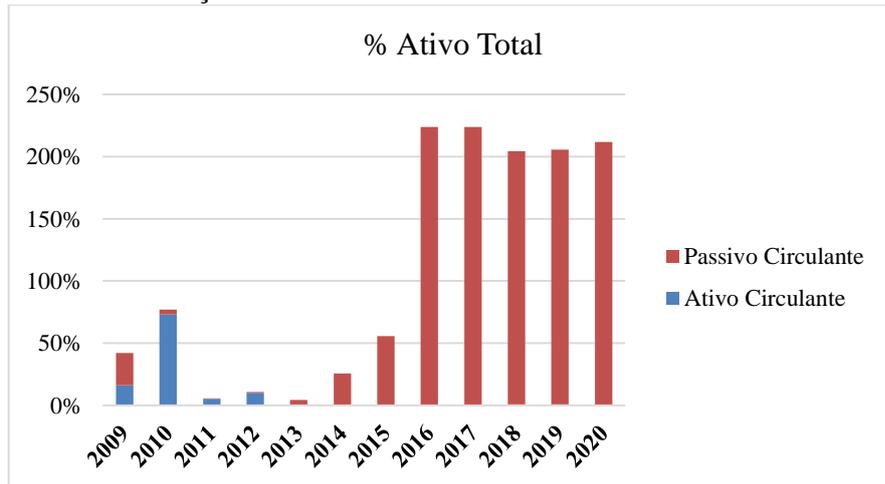
De maneira geral, podemos concluir que a empresa cumpriu o proposto como objetivos para destinação dos recursos, pois a maior parte foi de fato destinada a investimentos em empresas controladas e em propriedades para investimento, e os índices ROE e ROA revelam conversão positiva desses investimentos feitos com os ativos próprios e com o capital de terceiros. O gráfico 11 nos mostra que a empresa conseguiu aumentar seu patrimônio líquido e manter estável seu lucro ao longo dos anos, indicando bom desempenho da empresa após a abertura de capital.

3.4 OSX Brasil S.A.

Companhia fundada em 2009, atua no setor de equipamentos e serviços para a indústria offshore de petróleo e gás natural, que opera em três segmentos: construção naval, afretamento de unidades de E&P (exploração e produção de petróleo e gás natural) e serviços de O&M (operação e manutenção).

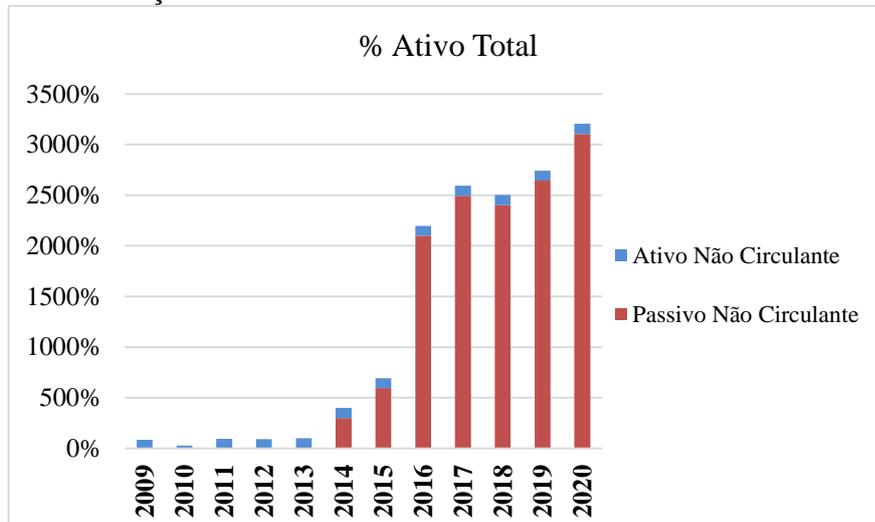
Segundo divulgado no prospecto, a estimativa da empresa era que os recursos líquidos obtidos com a oferta seriam de aproximadamente R\$2,4 bilhões e que 89,30% deste valor seria destinado a construção de equipamentos para afretamento; 4,9% para construção de estaleiro da empresa; 5% usado como capital de giro, despesas gerais e administrativas e o restante, seria alocado na unidade de E&P.

Gráfico 12 – Relação do Ativo Circulante X Passivo Circulante – OSX S.A



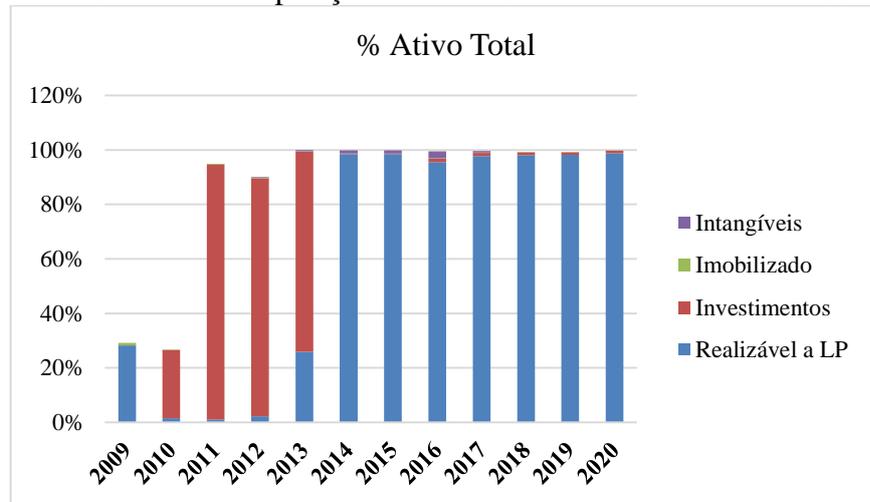
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 13 - Relação Ativo Não Circulante X Passivo Não Circulante - OSX S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 14 - Composição do Ativo Não Circulante - OSX S.A

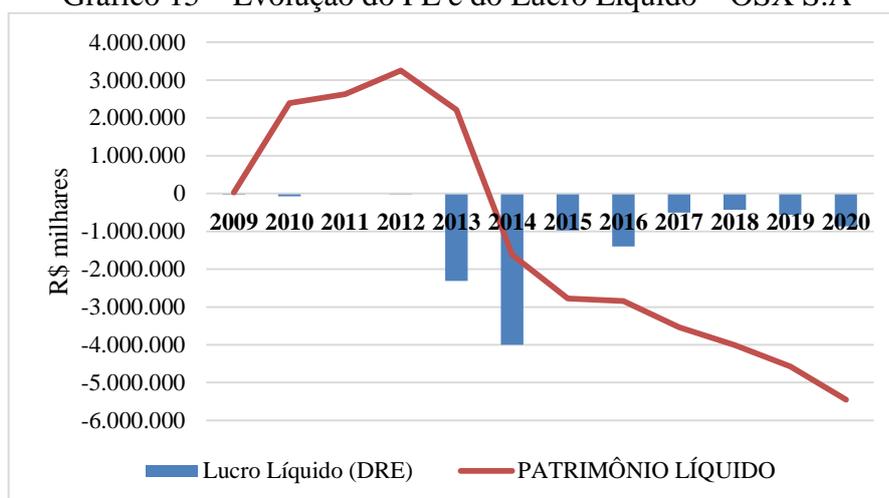


Fonte: Elaborado pela autora

Nota-se a partir do gráfico 12 e 13 um aumento nos passivos (circulante e não circulante) ao passo que os ativos diminuem, chegando a não ter representação relevante sobre o valor do ativo total. Esse aumento nos passivos, explica-se principalmente pelo aumento de obrigações sociais e trabalhistas, aumento de dívidas com fornecedores no curto prazo, impostos devidos pela empresa entre outras obrigações. O crescimento do passivo desta forma, sem o devido acompanhamento do ativo para manter o equilíbrio das contas, é prejudicial ao crescimento e desempenho da empresa, o que se torna evidente no gráfico 15, onde é ilustrada a evolução do patrimônio e do lucro líquido da empresa.

De acordo com dados divulgados no jornal Estadão (2020), a oferta inicial da OSX captou R\$2,82 bilhões, o que justifica o aumento de seu patrimônio líquido nos quatro primeiros anos pós IPO, porém passou de sua máxima no período, R\$3.252.426 em 2012 para -R\$5.259.684 em 2020, acompanhado da queda do lucro líquido, que atingiu -R\$3.996.634 em 2014.

Gráfico 15 – Evolução do PL e do Lucro Líquido – OSX S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 11– Índices de Endividamento (%) - OSX S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	34,74	3,94	0,70	0,83	5,71	-144,55	-118,18	-104,50	-103,82	-103,99	-103,64	-103,11
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	1,00	1,00	1,00	1,00	0,80	0,08	0,09	0,10	0,08	0,08	0,07	0,06
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	25,78	3,79	0,70	0,82	5,40	324,47	650,15	2321,15	2716,94	2605,61	2848,06	3316,11

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 12 – Índices de Rentabilidade (%) - OSX S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	-1,18	-0,03	0,00	-0,01	-1,05	2,47	0,35	0,49	0,14	0,11	0,12	0,16
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	-0,87	-0,03	0,00	-0,01	-0,99	-5,54	-1,94	-10,95	-3,71	-2,67	-3,41	-5,14

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 13 – Índices de Liquidez OSX S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	1,72	19,75	8,69	14,81	4,80	0,30	0,15	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03
Corrente (AC/PC)	0,63	19,38	7,20	12,06	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Imediata (Disponíveis/PC)	0,63	19,38	7,20	12,06	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pela autora.

Os indicadores financeiros complementam as análises do balanço, indicando aumento do endividamento geral em 12763%, falta de liquidez da empresa para as dívidas de curto e longo prazo, como indicado pelos índices de liquidez zerados, retornos negativos sobre os investimentos realizados com ativos próprios e retornos praticamente nulos com os investimentos realizados com patrimônio líquido.

Numa análise geral dos indicadores e do balanço patrimonial, apesar do grande potencial, o desempenho da empresa no período não foi nada satisfatório. Por conta de sua situação financeira frágil e do alto nível de endividamento, em 2013 a empresa entrou em processo de recuperação judicial para tentar reorganizar suas finanças, somando dívidas na ordem dos R\$5 bilhões. Em novembro de 2020 foram cumpridas as obrigações e determinado o encerramento do processo, entretanto, os resultados não haviam se recuperado, registrando prejuízo líquido de R\$870 milhões ao final do exercício de 2020.

Com base no exposto, fica claro o mau desempenho da empresa no período após o IPO, com perda de patrimônio líquido e baixa capacidade de gerar retorno, como indicam o lucro líquido e os índices de rentabilidade. Além disso, a empresa não cumpriu com a destinação dos recursos da forma que havia anunciado no prospecto, pois na análise do gráfico 14 é possível constatar que entre 2010 e 2013 a empresa destinou em média 70% de seu ativo para investimentos em subsidiárias e de 2013 em diante 98% do ativo ficou concentrado em ativos realizáveis a longo prazo, o que não corresponde com a promessa de investimentos em construções de equipamentos e estaleiros e na reserva destinada para capital de giro.

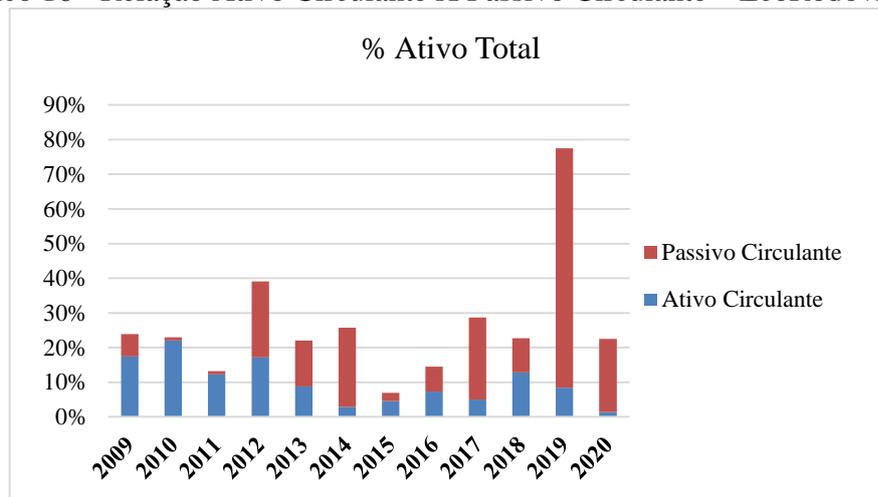
3.5 EcoRodovias Infraestrutura e Logística S.A

No mercado desde 1997, a EcoRodovias é uma empresa do setor de infraestrutura logística integrada, cujo foco é operar ativos de logística, concessões rodoviárias e serviços correlatos. Conhecido como um dos maiores grupos de infraestrutura do Brasil, suas concessões dão acesso a pontos relevantes para o comércio do país, como o porto de Santos e de Paranaguá e acesso à Tríplice Fronteira (Argentina-Brasil-Paraguai). Em 2010, como uma das consequências de seu crescimento consistente nos anos anteriores, a empresa decidiu abrir seu capital.

Segundo divulgado no prospecto de IPO, a empresa definiu que “os recursos obtidos com a Oferta Primária deverão ser utilizados para: financiar a aquisição e o desenvolvimento de novos negócios dentro do curso ordinário de nossas atividades e conforme nosso objeto social (projetos em áreas de infraestrutura logística tais como, mas não se limitando a: novas concessões rodoviárias no Brasil por meio de licitações, portos, terminais logísticos e aquisições de empresas destes segmentos no mercado secundário).”

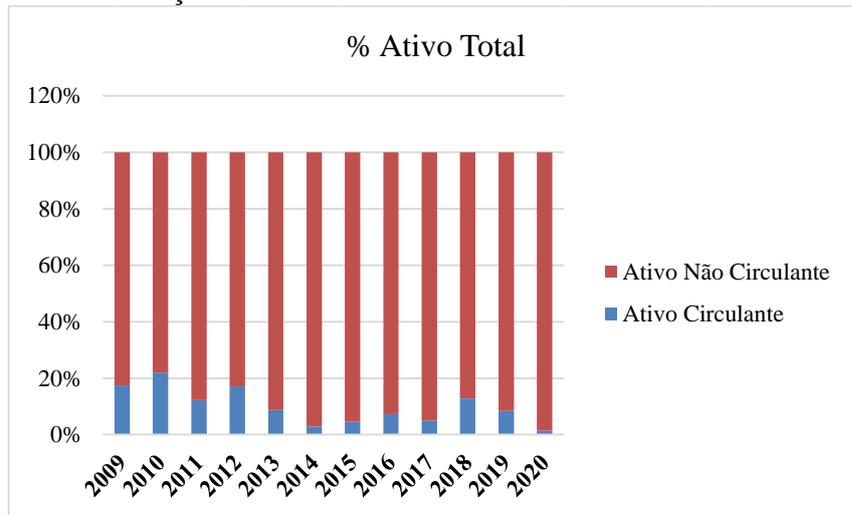
Portanto, 40% seria destinado a oportunidades em novos ativos de concessão rodoviária; 35% para novos ativos de logística e os 25% restantes iriam para investimentos em negócios em andamento no período.

Gráfico 16 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante – EcoRodovias S.A



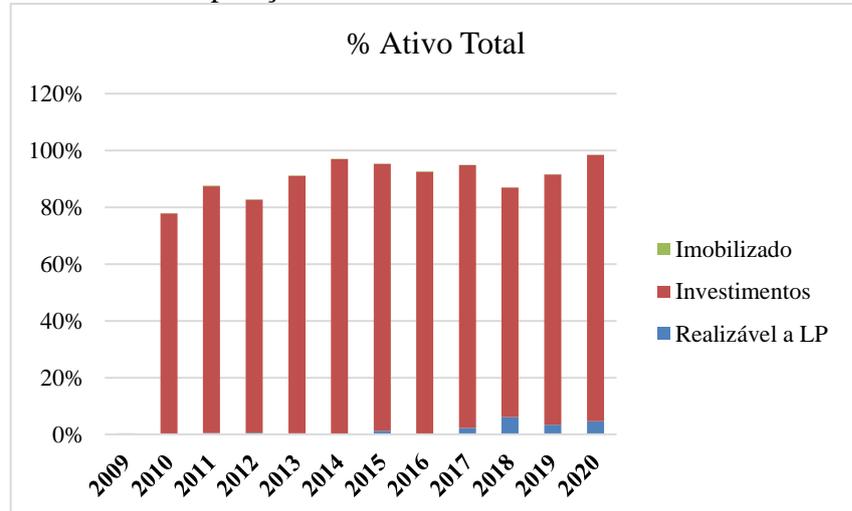
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 17 - Relação Ativo Circulante e Não Circulante – EcoRodovias S.A



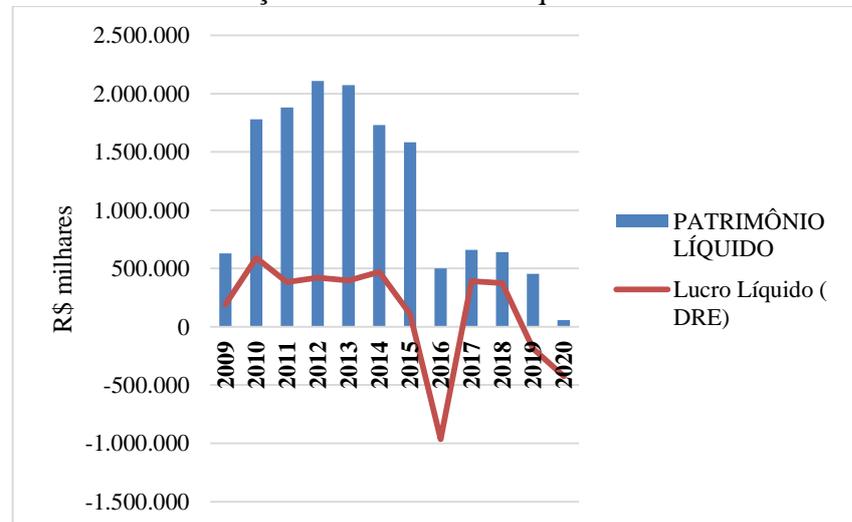
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 18 – Composição do Ativo Não Circulante – EcoRodovias S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 19 – Evolução do PL e Lucro Líquido – EcoRodovias S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Como observado no gráfico 16, em termos proporcionais o ativo circulante prevaleceu sobre o passivo na maior parte do período, composto majoritariamente por ativo não circulante. Já no gráfico 18, observamos que a conta que mais aumentou no período foi a de investimentos, representando em média 91% do ativo total.

Nos primeiros anos após o IPO, entre 2010 e 2015, a companhia teve uma grande elevação de seu patrimônio líquido, que aumentou 282% ao final do exercício em 2010 e atingiu a máxima de 334% de aumento ao final de 2012, quando comparados com o ano de 2009. O lucro líquido também se manteve em crescimento no período, apresentando resultado negativo apenas em 2016, ano cujo o patrimônio líquido também caiu, perdendo a tendência de crescimento que vinha seguindo, tal como ilustrado no gráfico 19.

Uma das possíveis explicações para o resultado negativo pode ser devido a diminuição do ativo circulante, impactado principalmente pela redução de caixa cujo valor ano final do exercício de 2016 era de R\$3.096.000, quase 99% a menos comparado com o caixa no exercício de 2010. Conforme informado no relatório de 2016 da empresa, as atividades foram afetadas por conta da retração da atividade econômica, resultado da conjuntura econômica e política desfavoráveis, o que impactou a movimentação de veículos e cargas no país.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 14 – Índices de Endividamento (%) - EcoRodovias S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	6,81	1,15	1,04	28,16	15,31	29,66	58,28	199,73	175,18	245,67	359,31	2673,23
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	1,00	0,86	0,86	1,00	1,00	1,00	0,07	0,11	0,37	0,14	0,88	0,22
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	6,38	1,14	1,03	21,97	13,28	22,88	36,82	66,64	63,66	71,07	78,23	96,39

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 15 – Índices de Rentabilidade (%) - EcoRodovias S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	30,50	33,14	20,35	20,03	19,20	27,27	6,89	-192,94	59,59	58,49	-40,73	-754,68
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	28,55	32,76	20,14	15,63	16,65	21,03	4,35	-64,37	21,66	16,92	-8,87	-27,21

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 16 – Índices de Liquidez EcoRodovias S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	2,74	19,30	12,37	0,81	0,70	0,13	0,16	0,11	0,11	0,27	0,15	0,06
Corrente (AC/PC)	2,74	22,31	13,79	0,78	0,66	0,12	1,85	1,03	0,21	1,31	0,12	0,07
Imediata (Disponíveis/PC)	-	20,83	5,12	0,73	0,56	0,02	1,03	0,03	0,02	0,65	0,01	0,02

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados dos indicadores de endividamento mostram que a empresa teve aumentos expressivos de capital de terceiros, assim como também aumentou em 1410% seu nível de endividamento geral, em comparação a um ano anterior ao IPO. Apesar de ter aumentado, os dados da composição do endividamento apontam que a maioria das dívidas resultantes ficaram concentradas no longo prazo, o que pode ser positivo, pois permite que a empresa tenha mais tempo para gerar caixa e quitar aos poucos os compromissos.

Todavia, os índices de liquidez revelam que a partir de 2012 a empresa dispunha de baixa liquidez para pagar suas obrigações de curto e longo prazo, encerrando o exercício de 2020 com aproximadamente 6% do valor necessário para quitar dívidas de médio e longo prazo e 2% para dívidas imediatas.

Os indicadores ROE e ROA começaram a apresentar resultados negativos a partir de 2016, atingindo seus resultados mínimos em 2016 e 2020, o que puxou a média de retornos de investimento da empresa para baixo, com ROE médio de -67,58% e ROA médio de 4,43%.

A empresa seguiu com bom desempenho até o ano de 2015, conseguindo manter seu lucro, patrimônio e rentabilidade em patamares estáveis e no que diz respeito à destinação dos recursos da oferta, pode-se dizer que a empresa cumpriu com o proposto, tendo em vista que os investimentos foram remetidos às suas controladas, que totalizam 8 empresas, cada uma responsável por diferentes regiões e atuações da empresa,

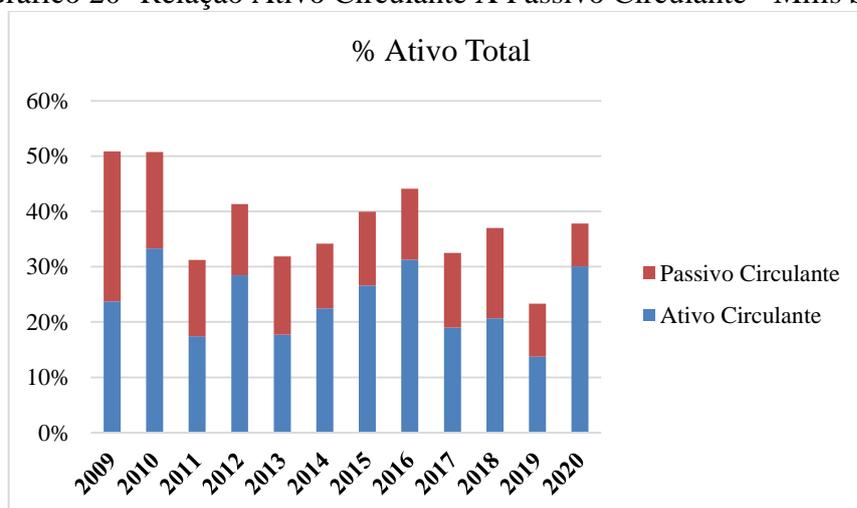
3.6 Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A

A empresa fundada em 1952, pioneira no Brasil na locação de equipamentos para execução de trabalhos de engenharia de alta complexidade, atestada pela revista especializada “O Empreiteiro” como uma das principais empresas de prestação de serviços especializados de engenharia com gestão profissional no Brasil, segundo consta em seu prospecto de IPO, datado de abril de 2010.

Ainda com base no prospecto de IPO, a empresa alega forte crescimento nos três anos anteriores à abertura de capital, com aumento médio da receita líquida em 45% ao ano. Somado a isso, a empresa demonstra perspectivas positivas acerca do setor de construção para os anos seguintes. A partir desses fatores e de novas estratégias de crescimento, a empresa decidiu abrir seu capital no ano de 2010.

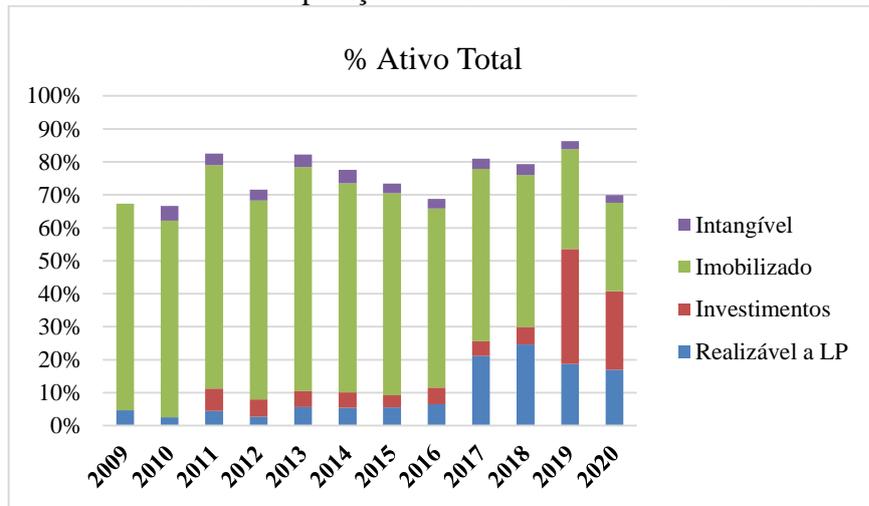
Os recursos captados com a oferta, estimados na ordem de R\$411,0 milhões, seriam utilizados pela companhia para aquisição de equipamentos (62%) e aquisições estratégicas (38%), mas a destinação poderia ser alterada por mudanças das condições de mercado e do momento de alocação dos recursos.

Gráfico 20- Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Mills S.A



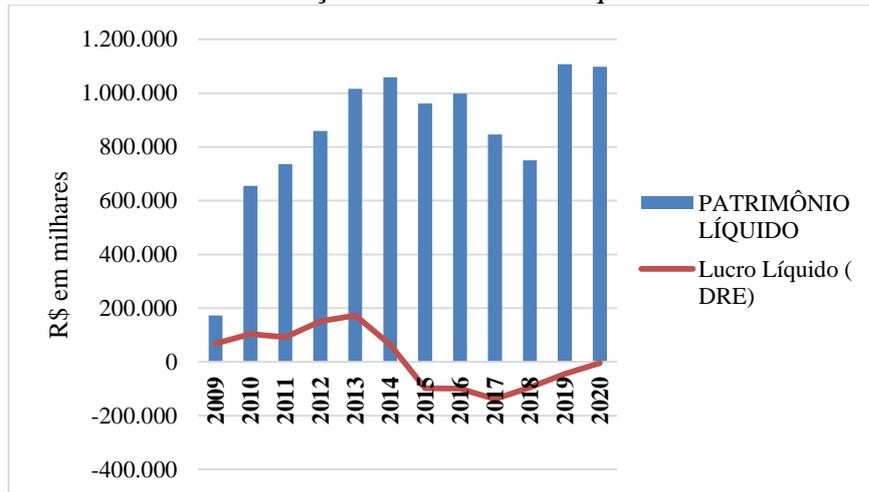
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 21 - Composição do Ativo Circulante - Mills S.A



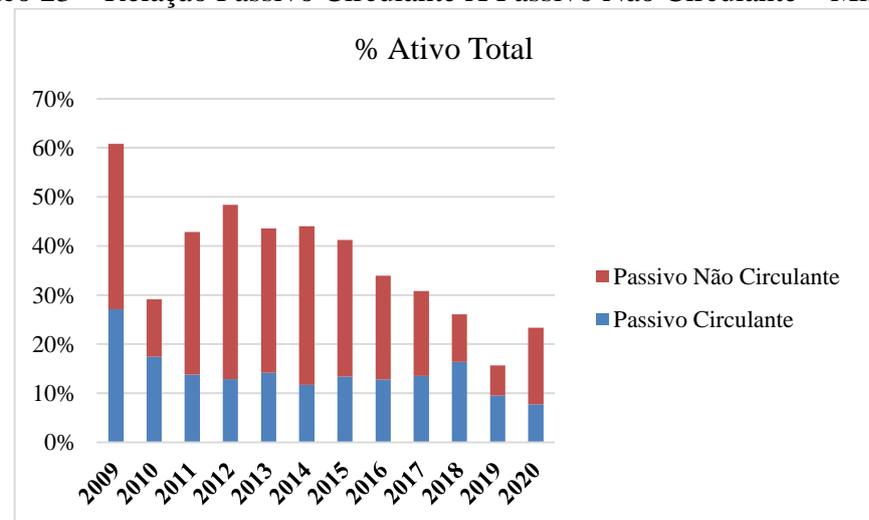
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 22– Evolução do PL e Lucro Líquido - Mills S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 23 – Relação Passivo Circulante X Passivo Não Circulante – Mills S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Observamos pelo gráfico 21, que durante todo o período os investimentos foram alocados em sua maioria (54%) na conta de ativos imobilizados, que é composta por terrenos, imóveis, instalações, equipamentos e outros. No ano de 2019 e 2020 especificamente, houve um aporte maior destinado a investimentos em subsidiárias e empresas relacionadas.

Num panorama geral, a conta de ativos circulantes permaneceu superior em relação ao passivo circulante, resultado de consistentes aumentos de caixa, estoques e contas a receber no curto prazo, indicadores de que a empresa estava em uma posição financeira segura em termos de curto prazo.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 17 – Índices de Endividamento (%) – Mills S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	155,03	41,05	75,05	93,65	77,20	78,66	70,22	51,39	44,53	35,23	18,55	30,49
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	0,45	0,60	0,32	0,27	0,32	0,27	0,32	0,38	0,44	0,63	0,61	0,33
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	60,79	29,10	42,87	48,36	43,57	44,03	41,25	33,94	30,81	26,05	15,65	23,37

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 18 – Índices de Rentabilidade (%) – Mills S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	39,61	15,76	12,52	17,63	16,98	6,07	-10,16	-9,96	-16,35	-12,66	-4,06	-0,43
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	39,21	70,90	57,13	51,64	56,43	55,97	58,75	66,06	69,19	73,95	84,35	76,63

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 19 – Índices de Liquidez Mills S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	0,47	1,23	0,51	0,64	0,54	0,63	0,78	1,11	1,30	1,74	2,07	2,01
Corrente (AC/PC)	0,87	1,92	1,27	2,21	1,25	1,92	1,99	2,44	1,40	1,26	1,43	3,89
Seca (AC-Estoques / PC)	0,86	1,88	1,20	2,08	1,11	1,82	1,81	2,37	1,28	1,17	1,25	3,57

Fonte: Elaborado pela autora.

Pela tabela 17 constata-se que a empresa diminuiu consideravelmente seu endividamento geral, encerrando o exercício de 2020 com o nível de endividamento 61% menor do que em 2009, último ano anterior ao IPO. Os índices de liquidez revelam uma situação de crédito favorável para a empresa a curto e longo prazo.

O ROA apresentou resultados notáveis, apresentando rentabilidade média de 63% durante todo o período analisado, o que indica boa conversão dos ativos investidos em lucro para a empresa. Já os investimentos realizados com capital próprio, representados pelo ROE, não tiveram desempenho tão bom, trazendo retornos negativos a partir de 2015, o que pode ter ajudado a puxar o lucro da empresa para baixo, como ilustra o gráfico 22.

A Mills S.A apresentou bom resultado após o IPO, reduzindo seu endividamento e melhorando a composição de sua dívida, além de ter aumentado sua capacidade de gerar lucro com seus ativos, fazendo boas alocações com os recursos captados e indo de acordo com o que havia prometido no prospecto de oferta.

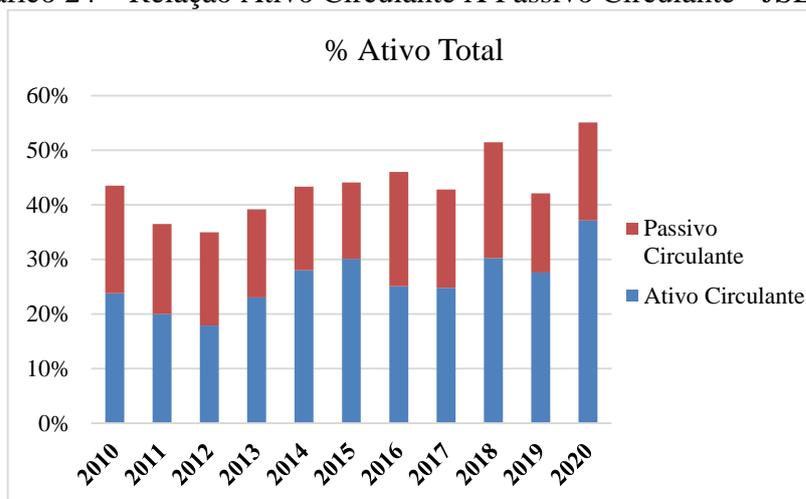
3.7 JSL S.A

Empresa que atua no setor de transporte e logística, possui como atividade principal o transporte rodoviário de cargas gerais. Atuante no setor há 65 anos, presente no Brasil e países do Mercosul, a empresa é a maior provedora de serviços logísticos do país em termos de receita líquida, segundo estudo publicado em seu prospecto de IPO.

Baseando-se nos bons resultados alcançados entre os anos de 2007 e 2009 – com crescimento médio anual de 19,9% da receita líquida – a companhia acredita demonstrar forte capacidade de crescer de forma orgânica e aproveitar oportunidades de mercado a partir de novas estratégias.

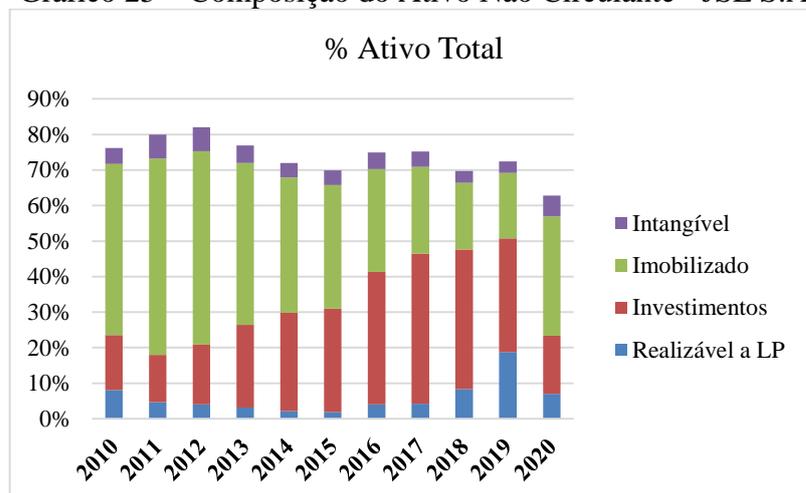
No prospecto definitivo de oferta, a empresa declarou que o objetivo de destinação dos recursos obtidos, cerca de R\$432.932.461,35, seriam: 70% para financiamento do crescimento orgânico e ampliação de atuação no setor; 20% para aquisições potenciais e 10% destinados a reforço do caixa e melhorar o perfil de endividamento, para assim otimizar os índices de alavancagem.

Gráfico 24 – Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - JSL S.A



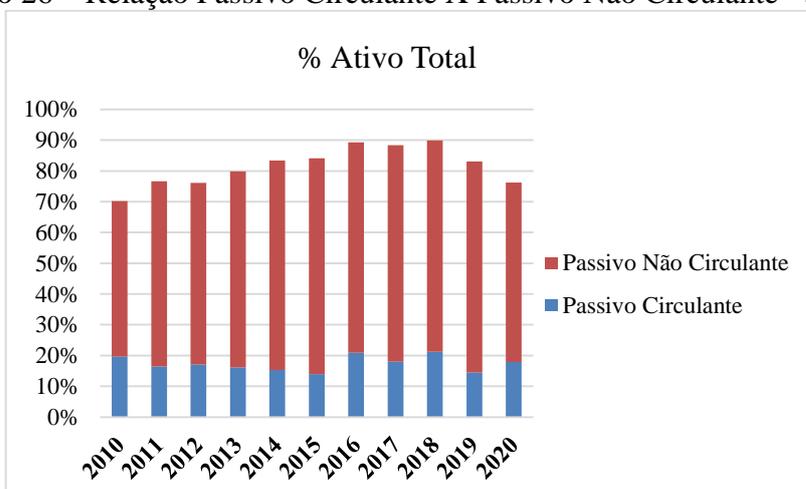
Fonte: Elaborado pela autora

Gráfico 25 – Composição do Ativo Não Circulante - JSL S.A



Fonte: Elaborado pela autora

Gráfico 26 – Relação Passivo Circulante X Passivo Não Circulante - JSL S.A

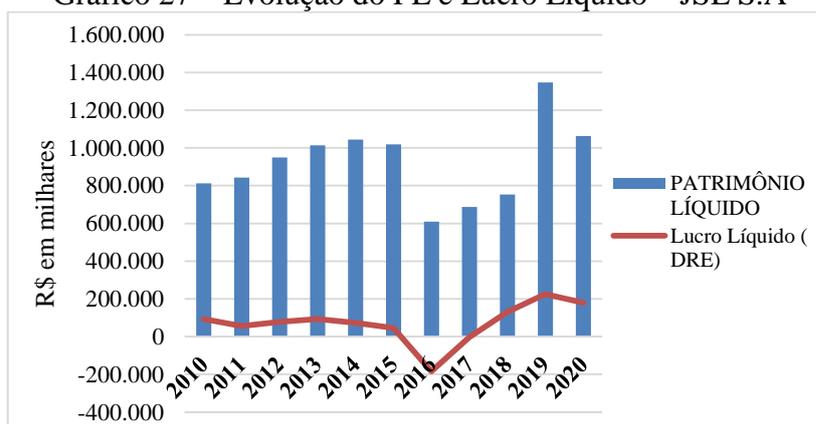


Fonte: Elaborado pela autora

Ao observar as análises do ano do IPO e seus 10 anos seguintes, podemos notar pelo gráfico 25 que de fato houve repasses para contas que contribuem para o crescimento da empresa, como por exemplo o aumento do investimento em imobilizado, representando em média 36% do ativo total, e investimentos em empresas controladas, que correspondem a 27% em média do ativo total.

O ativo circulante manteve-se constante, impulsionado principalmente pelo aumento das contas a receber e aumento no caixa, atendendo as necessidades de capital de giro da empresa. Esses valores mostram que a empresa realmente investiu em seus ativos, o que foi fundamental para manter bons resultados, como se pode observar no gráfico 27, que expõe a evolução do patrimônio e do lucro líquidos, onde observa-se que a empresa foi capaz de conservar seu patrimônio e manter o lucro estável, salvo os anos de 2016 e 2017, quando o cenário econômico no país foi desfavorável para os resultados da empresa.

Gráfico 27 – Evolução do PL e Lucro Líquido – JSL S.A



Fonte: Elaborado pela autora

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 20 – Índices de Endividamento (%) - JSL S.A – 2010 a 2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	235,43	327,92	319,32	396,28	502,79	529,62	830,64	756,23	894,60	490,38	320,51
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	0,28	0,21	0,22	0,20	0,18	0,17	0,23	0,20	0,24	0,17	0,24
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	70,19	76,63	76,15	79,85	83,41	84,12	89,25	88,32	89,95	83,06	76,22

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 21 – Índices de Rentabilidade (%) - JSL S.A – 2010 a 2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	11,44	6,74	8,18	9,22	6,93	4,59	-30,08	-0,40	17,43	16,77	16,98
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	3,41	1,58	1,95	1,86	1,15	0,73	-3,23	-0,05	1,75	2,84	4,04

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 22 – Índices de Liquidez JSL S.A – 2010 a 2020

LIQUIDEZ	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	0,46	0,32	0,29	0,33	0,36	0,38	0,33	0,33	0,43	0,56	0,58
Corrente (AC/PC)	1,21	1,22	1,05	1,43	1,83	2,15	1,20	1,38	1,43	1,90	2,07
Seca (AC-Estoques / PC)	1,19	1,19	1,03	1,42	1,82	2,13	1,18	1,36	1,41	1,88	2,02

Fonte: Elaborado pela autora

No que se refere ao endividamento, apesar de ter aumentado consecutivamente após o IPO, o indicador de composição diminuiu, o que indica uma melhora no perfil da dívida, pois a maior parte esteve concentrada no longo prazo.

O ROE apresentou bom resultado, sobretudo nos anos de 2018, 2019 e 2020, indicando lucratividade nos investimentos realizados com capital próprio da empresa. Já o ROA não apresentou resultados tão satisfatórios. Os valores diminuíram a cada ano, apenas superando o resultado de 3,41% de 2010 no ano de 2020, com 4,04%, um aumento de 18%.

Analisando com base no que foi apresentado no prospecto definitivo, a JSL seguiu com o proposto referente à destinação dos recursos, com expressivo aumento de suas contas de imobilizado e investimentos. Por mais que tenha tido resultados negativos entre 2016 e 2017 a empresa conseguiu superar a crise pela qual passou, retomando seu desempenho a partir de 2018, quando apresentou lucro líquido 181% superior ao lucro obtido antes de adentrar na crise, provando ser uma empresa eficiente e com boa capacidade de geração de valor.

3.8 Renova Energia S.A

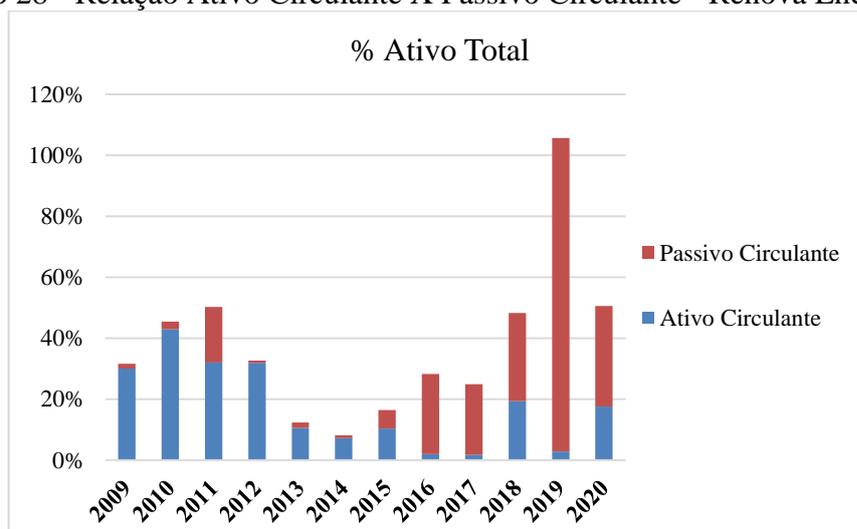
Fundada em 2001, a Renova Energia é uma companhia de geração de energia por fontes renováveis, com atuação em matrizes eólicas, solar e pequenas centrais hidrelétricas (PHCs). Em 2006 a empresa iniciou suas atividades em projetos de fonte eólica e desde então este é o setor que constitui o principal negócio da companhia, tendo implantado em 2009 o maior

complexo eólico da América Latina, no sudoeste da Bahia, e contando com 77 parques eólicos em seu portfólio até junho de 2010.

Em divulgação feita no prospecto definitivo de IPO, a empresa anunciou que os recursos obtidos com a oferta, estimados em R\$151.145.545,00, seriam integralmente destinados à construção dos Parques Eólicos em Implementação (incluindo custos com aquisição de aerogeradores, serviços de transporte e montagem, construção de acessos, entre outros custos gerais envolvidos no projeto).

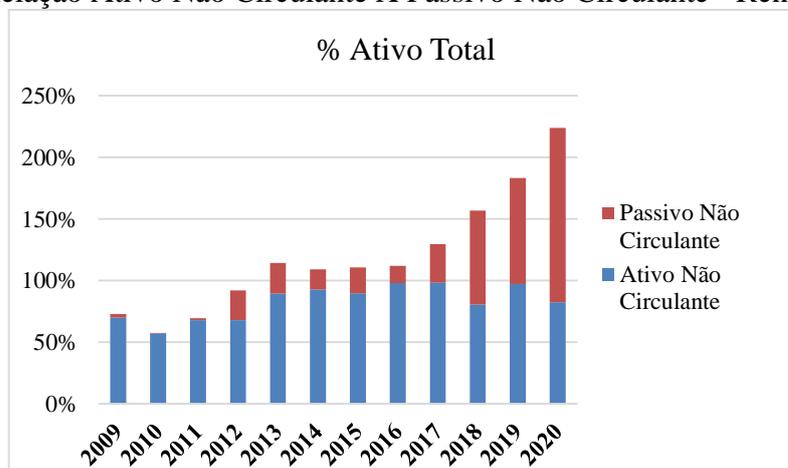
A empresa também informou que tais recursos representariam cerca de 15% do investimento total necessário para a construção dos Parques, portanto, o restante seria complementado com outros recursos oriundos de financiamentos externos que a empresa pretende contratar nos períodos subsequentes aos da oferta.

Gráfico 28 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Renova Energia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 29 - Relação Ativo Não Circulante X Passivo Não Circulante - Renova Energia S.A

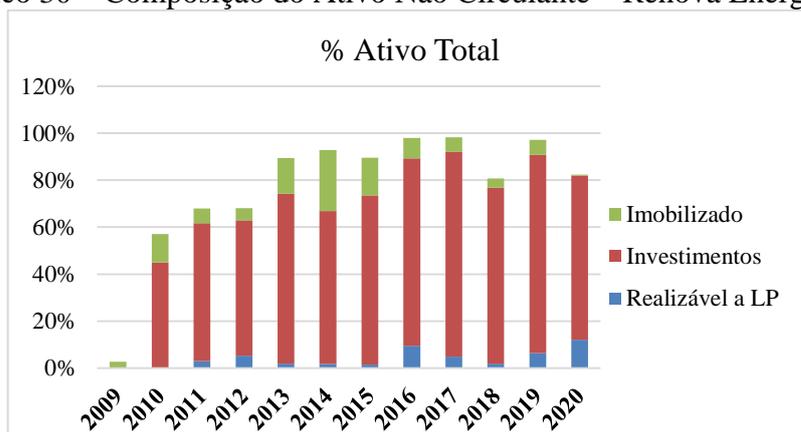


Fonte: Elaborado pela autora.

Podemos observar pelos gráficos 28 e 29 que a evolução dos ativos de curto prazo supera o passivo até 2015, período em que a empresa passa a aumentar o volume de empréstimos e financiamentos e crescem suas obrigações com empresas coligadas. Enquanto que o passivo não circulante supera o ativo não circulante somente em 2020, compondo 142% do ativo total. Esse desequilíbrio na evolução dos ativos e passivos é um indício da desestruturação da empresa em termos financeiros, que pode ser comprovada na análise dos seus indicadores financeiros.

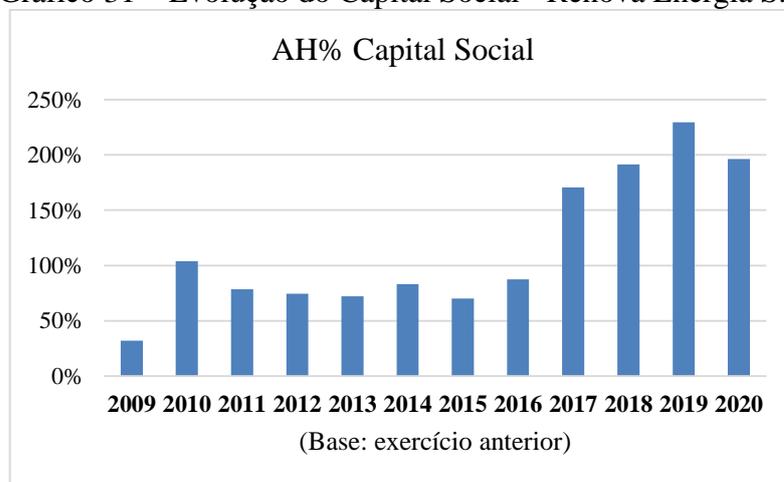
No gráfico 30 é indicada a composição da conta do ativo não circulante, que representa em média 83% do ativo total em todo o período, com os recursos majoritariamente direcionados a investimentos a empresas controladas, cerca de 70%, e os outros 9% e 4% restantes destinados ao imobilizado em operação e ativos realizáveis a longo prazo, respectivamente, de acordo com o publicado em seu prospecto.

Gráfico 30 – Composição do Ativo Não Circulante – Renova Energia S.A



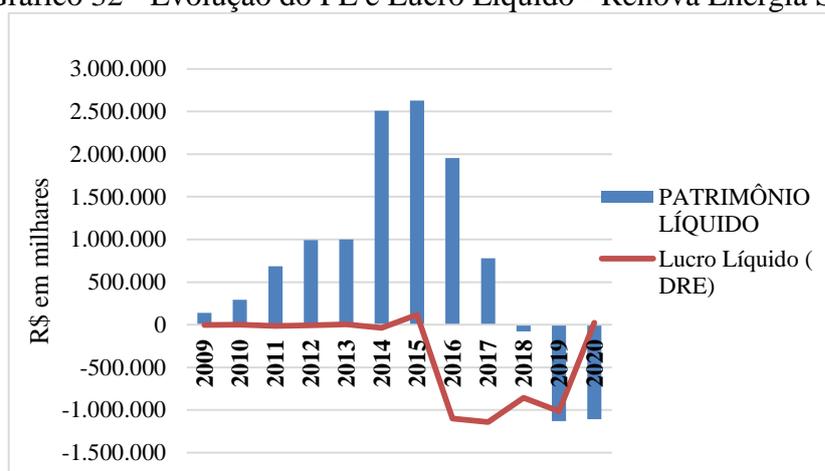
Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 31 – Evolução do Capital Social - Renova Energia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 32 - Evolução do PL e Lucro Líquido - Renova Energia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Durante o período analisado a empresa passou por uma tendência de aumento do capital social, principalmente entre os anos de 2016 a 2020, períodos que coincidem com a queda no lucro líquido, o que possivelmente pode ter motivado o aumento do capital social, que seguiu uma constante de aumento entre 2017 e 2019, como visto no gráfico 31.

Em outubro de 2019, com endividamento somando cerca de R\$3,1 bilhões, a empresa entrou com pedido de recuperação judicial, pedindo proteção contra credores e com objetivo de voltar a exercer suas atividades de forma sustentável e lucrativa.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 23 - Índices de Endividamento (%) - Renova Energia S.A - 2009 a 2020

Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	4,55	3,10	24,42	32,96	36,13	21,00	37,18	67,01	119,37	-2092,05	-212,48	-234,25
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	0,37	0,83	0,93	0,03	0,06	0,05	0,22	0,65	0,42	0,28	0,54	0,19
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	4,35	3,01	19,63	24,79	26,54	17,35	27,10	40,12	54,41	105,02	188,91	174,49

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 24 - Índices de Rentabilidade (%) - Renova Energia S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	-1,11	-0,01	-1,98	-0,76	0,55	-1,42	4,50	-56,32	-146,13	1119,50	89,71	-2,03
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	-1,06	-0,01	-1,59	-0,57	0,41	-1,18	3,28	-33,73	-66,61	-56,20	-79,75	1,51

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 25 - Índices de Liquidez Renova Energia S.A - 2009 a 2020

LIQUIDEZ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	6,94	14,36	1,79	1,51	0,47	0,52	0,44	0,29	0,12	0,20	0,05	0,17
Corrente (AC/PC)	18,76	17,30	1,76	45,95	6,17	7,76	1,73	0,08	0,08	0,67	0,03	0,54
Imediata (Disponíveis/PC)	-	0,97	1,64	41,83	4,72	1,01	0,09	0,01	0,00	0,00	0,00	0,02

Fonte: Elaborado pela autora.

Os índices de endividamento apontam aumento de 3911% do endividamento geral ao final do período, ao passo que há diminuição da liquidez da companhia para saldar essas dívidas de curto e longo prazo que aumentaram. Os valores negativos dos índices ROE e ROA indicam a baixa eficiência da empresa em converter em receita os investimentos realizados, sendo apenas em 2018 e 2019 que a empresa conseguiu obter 1119,50% e 89,71% de rentabilidade com investimentos provenientes de seu patrimônio líquido.

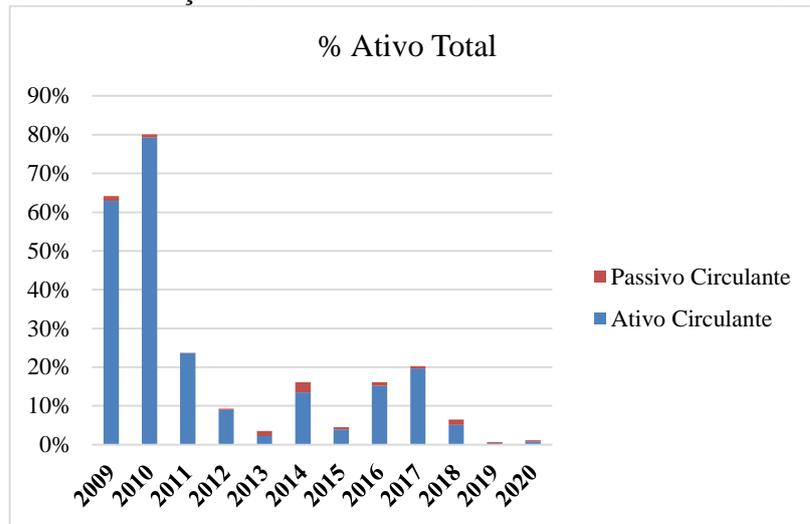
Fazendo uma comparação baseada no exposto e no que havia sido apresentado no prospecto, a empresa de fato destinou o capital ganho para as fontes que havia declarado, pois investiu no desenvolvimento de seu projeto principal que estava em andamento, no entanto, não conseguiu obter retornos satisfatórios com os investimentos, vide os resultados dos índices de rentabilidade, que refletem seu lucro líquido negativo, e da queda de seu patrimônio líquido.

3.9 HRT Participações em Petróleo S.A

Fundada do Rio de Janeiro em 2008, a companhia tem como principal atividade a exploração e produção (E&P) de petróleo e considera-se uma das maiores empresas brasileiras independentes no setor, com base em sua área de blocos de exploração, que na época do lançamento das ofertas era de 75.425 km², compreendendo blocos no Brasil e Namíbia.

Era estimado a obtenção de recursos líquidos na ordem de R\$2.217,1 milhões e que seriam destinados a desembolsos de capital relacionados ao programa exploratório (42%) e ao programa de desenvolvimento e infraestrutura (50%) e o restante (8%) a outros projetos não especificados.

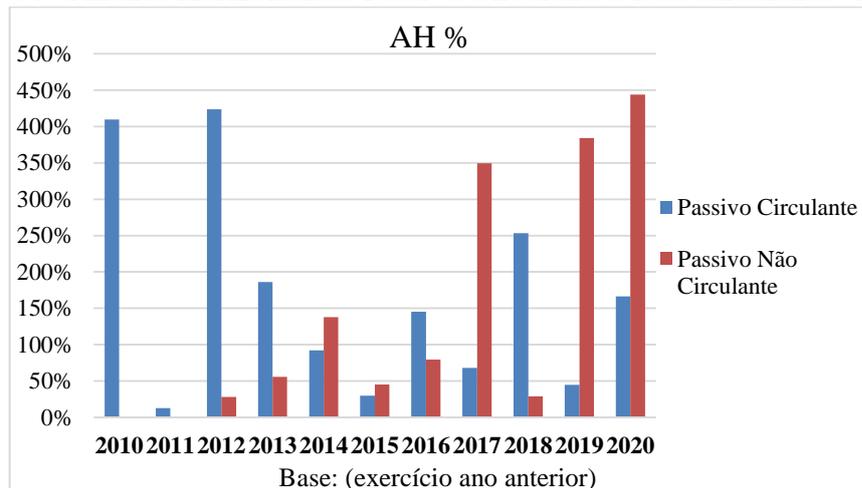
Gráfico 33 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - HRT S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

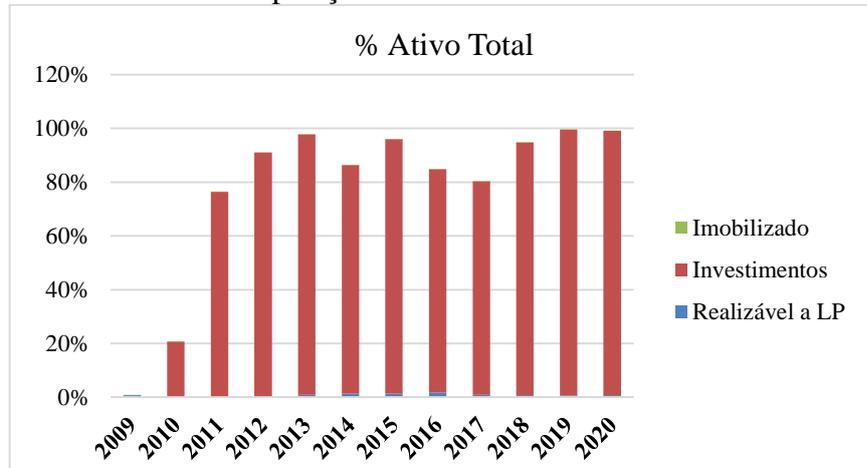
Como primeira forma de análise, podemos observar a relação entre ativos e passivos circulantes da empresa, que tendem a diminuir a partir do ano de 2011. Ainda assim, durante praticamente todo o período a evolução do ativo circulante apresenta crescimento mais rápido que os passivos circulantes, o que reflete uma liquidez de curto prazo para a empresa nesses anos, porém a partir de 2018 a empresa tem seus ativos circulante representando menos de 5% do ativo total, refletindo baixa liquidez de curto prazo desde então.

Gráfico 34 - Análise Horizontal do Passivo Circulante e Não Circulante - HRT S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 35 - Composição do Ativo Não Circulante - HRT S.A

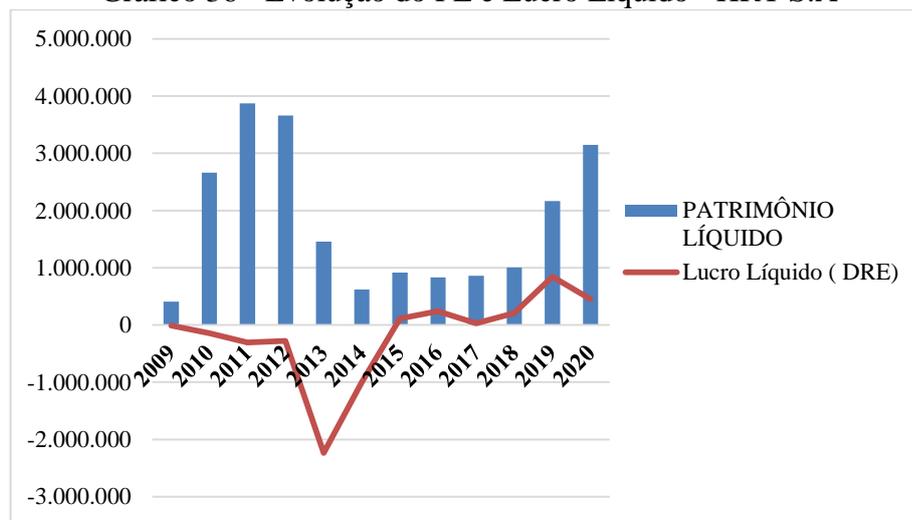


Fonte: Elaborado pela autora.

Na análise horizontal do gráfico 34 podemos notar que as despesas a curto prazo (passivo circulante) aumentam mais do que as despesas a longo prazo (passivo não circulante) durante metade do período. Sendo apenas nos anos de 2017, 2019 e 2020 que a relação se inverte e a conta do passivo não circulante tem crescimento de 349%, 384% e 444%, respectivamente, motivado pelo aumento dos passivos com partes relacionadas.

No que diz respeito a composição do ativo circulante 84% dele é composto pela conta de investimentos, cujo montante é destinado a investimentos em empresas subsidiárias e controladas.

Gráfico 36 - Evolução do PL e Lucro Líquido - HRT S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 26 - Índices de Endividamento (%) - HRT S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	1,26	0,79	10,57	3,43	5,80	17,19	4,96	4,77	13,43	4,59	5,93	17,52
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	1,00	1,00	0,01	0,09	0,25	0,18	0,13	0,21	0,05	0,31	0,05	0,02
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	1,24	0,78	9,56	3,32	5,49	14,67	4,72	4,46	11,84	4,39	5,60	14,91

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 27 - Índices de Rentabilidade (%) - HRT S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	-3,11	-5,35	-7,85	-7,59	-153,85	-161,34	12,08	28,97	3,56	20,35	38,92	14,37
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	-3,07	-5,31	-7,10	-7,33	-145,41	-137,67	11,51	27,06	3,14	19,46	36,74	12,23

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 28 - Índices de Liquidez HRT S.A - 2009 a 2020

LIQUIDEZ	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	51,15	101,27	2,47	2,70	0,55	1,01	1,11	3,78	1,73	1,34	0,17	0,11
Corrente (AC/PC)	50,57	101,27	379,58	30,11	1,61	5,09	6,55	16,20	33,77	3,72	1,27	2,84
Imediata (Disponíveis/PC)	-	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,54	0,10	0,29	0,02	0,76	2,56

Fonte: Elaborado pela autora

Analisando a evolução do patrimônio e lucro líquido ilustrada no gráfico 36, chama a atenção a queda no lucro líquido já a partir de 2010, atingindo seu nível mínimo em 2013 com prejuízo de R\$2.237.80,00, acompanhado de uma queda de 57% do patrimônio líquido em 2014.

A partir do observado no gráfico 36, os indicadores financeiros entram para atestar o mau desempenho da empresa até o ano de 2013. Nota-se aumento no endividamento geral em todo o período; os valores do índice de liquidez geral e corrente revelam boa situação de crédito da empresa, salvo em casos de curtíssimo prazo, onde não havia recursos disponíveis. Os índices

de rentabilidade ROE e ROA também apontam que não houve para a empresa até 2014 qualquer retorno gerado a partir dos investimentos realizados.

Em 2015, após perder 90% de valor de mercado, com um novo objetivo de alterar o curso de seu desempenho e melhorar sua posição de mercado, a HRT vira PetroRio e passa por uma reestruturação com mudanças na diretoria e criação de novas estratégias para aumento de produção e geração de valor para os acionistas.

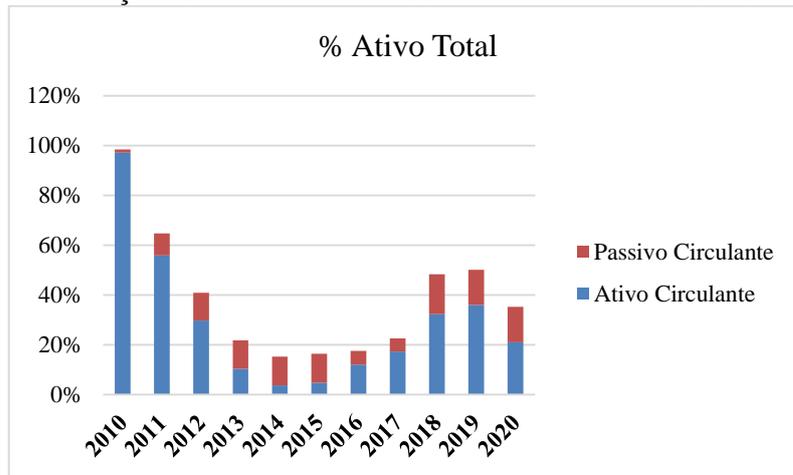
Com base no exposto, podemos concluir que as mudanças ocorridas no ano de 2015 foram um divisor de águas para a empresa, pois até o final do exercício de 2014 a empresa apresentava resultados insatisfatórios, com dívidas e obrigações aumentando, ao passo que não havia aumento simultâneo do ativo para se manter de forma equilibrada. A partir de 2015 a empresa mostrou outro desempenho, retomando o lucro e o patrimônio líquido e passou a obter rentabilidade com os ativos, como apontam os índices ROE e ROA da tabela 27.

3.9.1 Brasil Insurance Participações e Administração S.A

Companhia brasileira de corretagem de seguros composta por 27 sociedades corretoras que atuam na intermediação de seguros pessoais e corporativos, entre os quais estão seguros de propriedade, automóvel, previdência, saúde/vida, garantia, riscos de engenharia, responsabilidade civil, entre outros. Na época de lançamento do IPO, as Sociedades da companhia dividiam-se em 34 escritórios atuando em todo o território nacional.

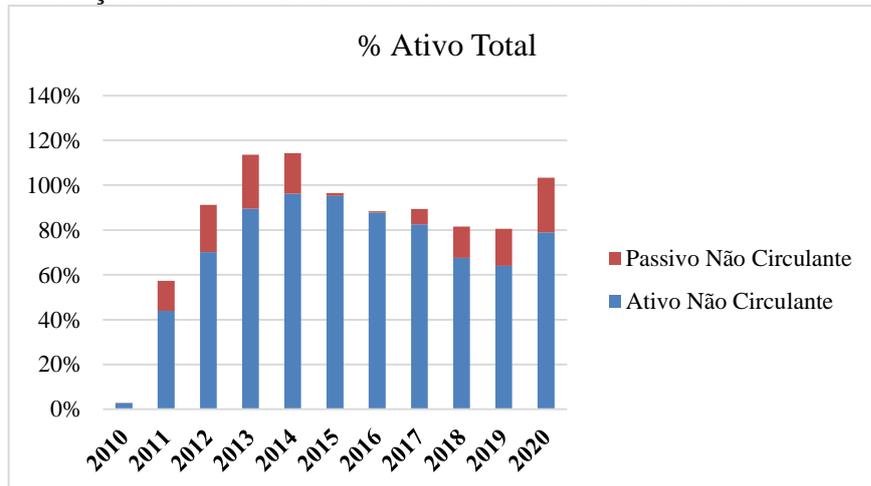
Segundo informado no prospecto de lançamento em 2010, a empresa pretendia utilizar os R\$293,5 milhões captados com a oferta da seguinte forma: R\$234,8 milhões, ou 80%, em aquisições de sociedades corretoras de seguros, carteiras de clientes ou canais de distribuição; R\$38,1 milhões, ou 13%, na implementação de sistemas de integração e central de serviços compartilhados; R\$14,7 milhões, ou 5%, em capital de giro; e R\$5,9 milhões, ou 2% em marketing e outros.

Gráfico 37 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - BR Insurance S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Gráfico 38 - Relação Passivo Não Circulante X Ativo Não Circulante - BR Insurance S.A

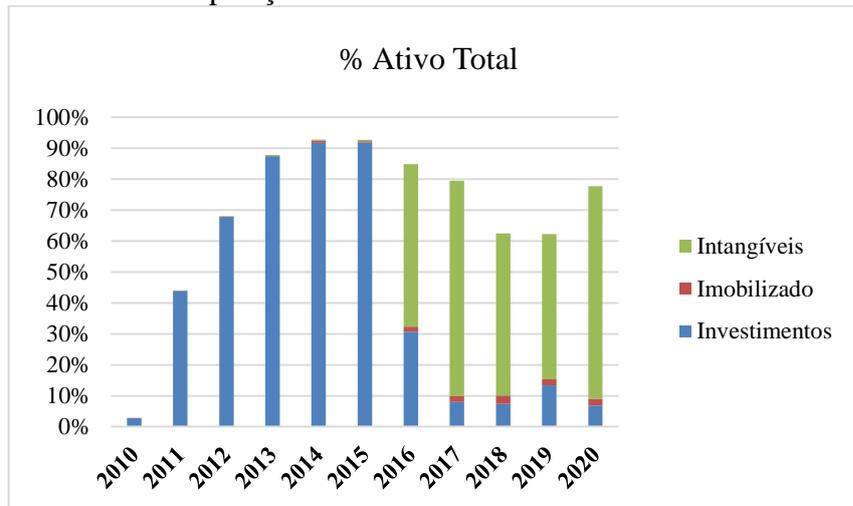


Fonte: Elaborado pela autora.

A partir dos gráficos 37 e 38 é possível identificar a relação entre os ativos e passivos da companhia. A conta de ativos é em sua maioria composta pelos ativos não circulantes, representando 71% do ativo total, e são formados principalmente por investimentos e bens intangíveis, conforme ilustrado no gráfico 39. Já a conta de passivos possui menor representação em relação ao ativo total da empresa, com passivo circulante equivalente a 10% e passivo não circulante equivalente a 13%, em média, do ativo total.

Como a evolução dos ativos da empresa é maior do que a evolução dos passivos, pode-se avaliar a existência de uma certa margem da empresa para liquidar os compromissos a curto e longo prazo, o que é comprovado também pelos índices de liquidez da tabela 31.

Gráfico 39 - Composição do Ativo Não Circulante - BR Insurance S.A

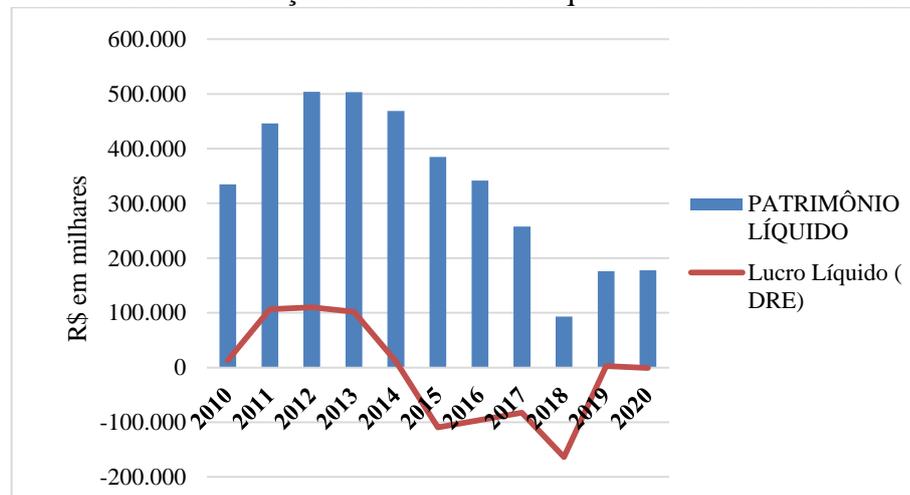


Fonte: Elaborado pela autora.

No gráfico 39 podemos verificar que a empresa aumentou expressivamente sua conta de investimentos, chegando a aumentar até 7287% no ano de 2013, com investimentos destinados às subsidiárias nos três primeiros anos, porém após esse período não há mais dados no balanço patrimonial que indiquem o uso específico dos recursos dessa conta. A conta de bens intangíveis também passou por uma tendência de aumento, chegando a representar 70% do ativo total ao final do exercício de 2017.

A partir de 2015 a companhia entra em uma crise e chega a perder 90% de seu valor, acompanhada por acusações feitas à CVM por um grupo de sócios, segundo noticiado na revista Exame (2017), dando início a um período turbulento na empresa. Em 2018, após a resolução dos conflitos junto à CVM a empresa passa por mudanças na presidência e diretoria, mudando inclusive seu nome e passa a ser Alper Consultoria e Corretora de Seguros S.A.

Gráfico 40 - Evolução do PL e Lucro Líquido - BR Insurance S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 29 - Índices de Endividamento (%) - BR Insurance S.A - 2010 a 2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	1,39	28,46	47,34	54,92	42,28	14,81	6,36	13,61	42,66	44,27	63,17
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	0,94	0,40	0,35	0,32	0,39	0,90	0,91	0,43	0,53	0,46	0,37
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	1,38	22,15	32,13	35,45	29,72	12,90	5,98	11,98	29,90	30,69	38,72

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 30 - Índices de Rentabilidade (%) - BR Insurance - S.A - 2010 a 2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	3,91	23,93	21,79	20,28	2,26	-28,48	-28,15	-32,02	-175,77	1,42	-0,39
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	3,85	18,63	14,79	13,09	1,59	-24,81	-26,47	-28,18	-123,21	0,98	-0,24

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 31 - Índices de Liquidez BR Insurance S.A - 2010 a 2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	70,71	2,53	0,99	0,34	0,24	0,57	2,53	1,71	1,26	1,23	0,57
Corrente (AC/PC)	75,55	6,33	2,69	0,92	0,33	0,42	2,25	3,37	2,03	2,55	1,47
Seca (AC – Estoques/PC)	75,55	6,33	2,69	0,92	0,33	0,42	2,25	3,37	2,03	2,55	1,47

Fonte: Elaborado pela autora

Os indicadores financeiros da empresa refletem o período de crise, com os índices de endividamento apontando o aumento do endividamento geral e diminuição de 78% da participação de capital de terceiros em 2016. Os índices de rentabilidade que apresentavam resultados positivos, a partir de 2015 decaíram com o ROE chegando a mínima de -175,77% e ROA -123,21% de rentabilidade. Apenas a liquidez da empresa não foi tão afetada pela instabilidade, pois a empresa manteve seus ativos superiores aos passivos.

Desse modo, analisamos que a empresa cumpriu o divulgado no prospecto, pois direcionou um montante significativo de recursos para investimentos em participações societárias entre os anos de 2011 e 2015; bem como investiu em bens intangíveis, provavelmente direcionados a marketing e outros serviços propostos e conseguiu aumentar sua capacidade de capital de giro. Contudo, não se mostrou eficiente na conversão dos investimentos em geração de receita para a empresa, bem como no gerenciamento de crises,

tendo em vista que até o final do exercício de 2020 a empresa ainda não havia conseguido reverter a queda do lucro.

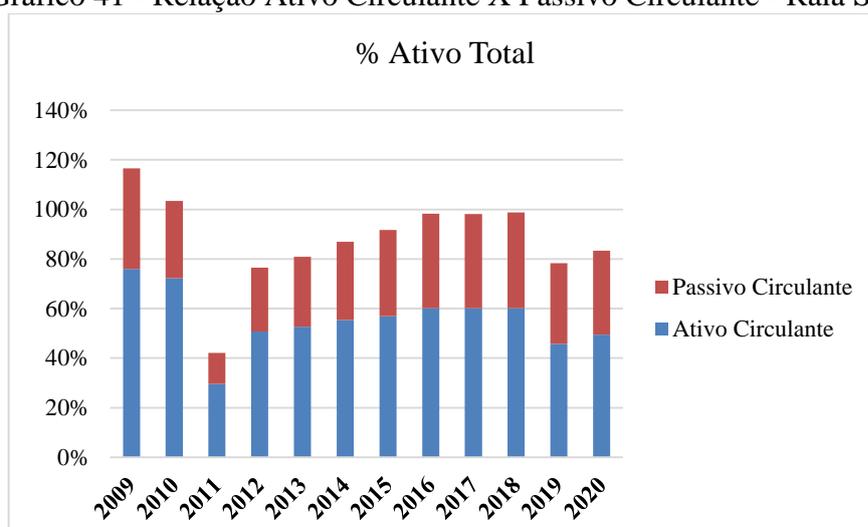
3.9.2 Raia S.A

Atuando há 105 anos no mercado brasileiro de drogaria, a Raia se consolida como uma das cinco maiores redes de drogarias do país em termos de receita e a terceira maior rede em número de lojas, segundo o ranking de 2009 da Abrafarma (Associação Brasileira de Redes de Farmácias e Drogarias), também foi a empresa do setor que mais cresceu em vendas desde 2007 e até a data de divulgação de seu prospecto, em dezembro de 2010, a empresa contava com o total de 326 lojas no país.

Posiciona-se como uma empresa de varejo especializado, com foco em medicamentos de marca e genéricos, produtos para a saúde sem prescrição médica e produtos de perfumaria, que inclui artigos de higiene e beleza.

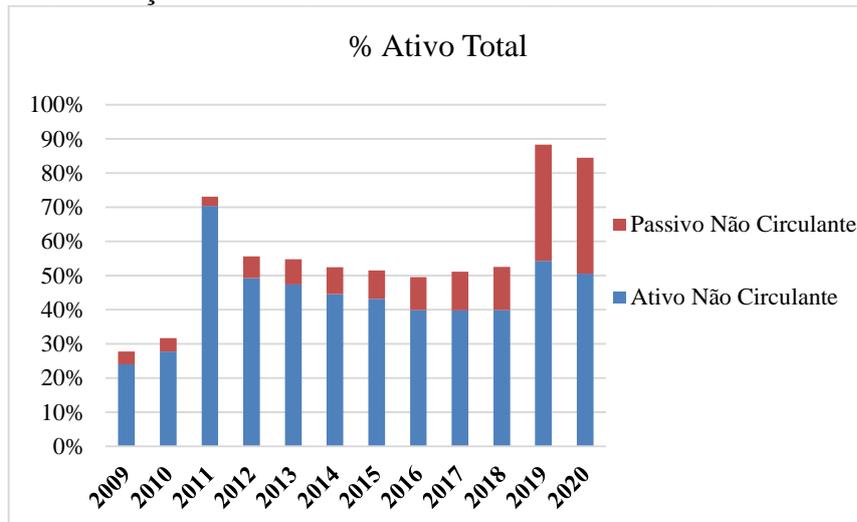
No prospecto de divulgação a empresa estima que sejam captados R\$479,5 milhões com a oferta, com o objetivo de destinar 55% do recurso para a abertura de novas lojas e melhorias nas já existentes; utilizar 30% para fortalecimento do capital de giro, com objetivo de otimizar compras e financiar o crescimento das operações e 15% para a redução do endividamento de longo prazo junto a instituições financeiras.

Gráfico 41 - Relação Ativo Circulante X Passivo Circulante - Raia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

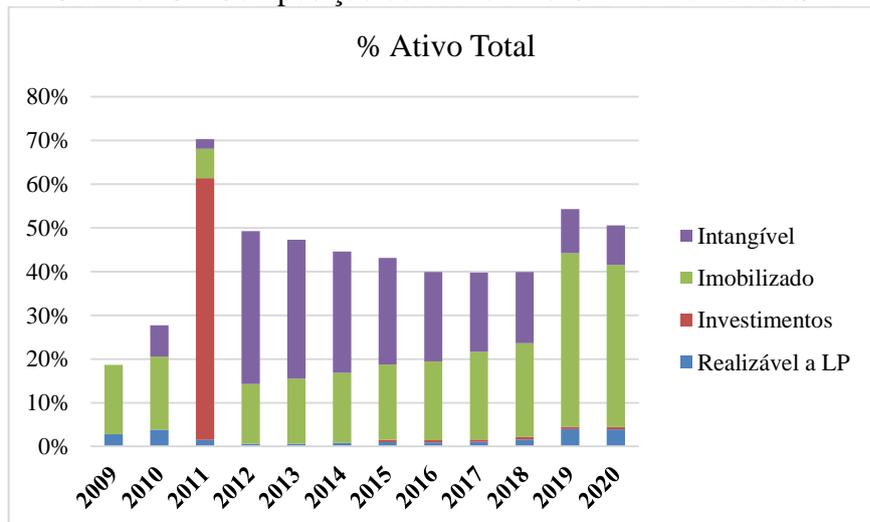
Gráfico 42 - Relação Passivo Não Circulante X Ativo Não Circulante - Raia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

Podemos observar a partir dos gráficos 41 e 42 um equilíbrio entre os ativos e os passivos circulantes, que representam a maior parte das contas em relação ao ativo total, com o ativo circulante compondo em média 56% e o passivo circulante responsável por 32% da composição. Quando a comparação é feita entre ativos e passivos não circulantes há maior disparidade, pois, o ativo representa cerca de 44% e o passivo 12% do ativo total. A maior quantidade de ativos, tanto circulantes quanto não circulantes, indicam uma situação financeira estável da empresa a curto e longo prazo, como pode ser averiguado em seus índices de liquidez na tabela 34.

Gráfico 43 - Composição do Ativo Não Circulante - Raia S.A

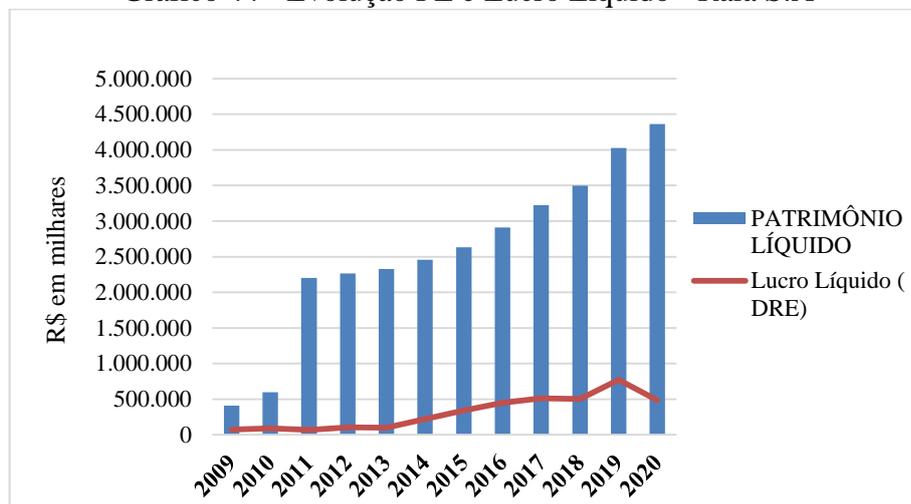


Fonte: Elaborado pela autora.

A composição do ativo não circulante indica que no ano seguinte ao IPO, a Raia aumentou seu investimento em subsidiárias, fazendo com que a conta de investimentos

representasse 60% do ativo total naquele ano. Nos anos seguintes a empresa não fez investimentos significativos nas subsidiárias, mantendo maior número de recursos nas contas de bens intangíveis e imobilizado.

Gráfico 44 - Evolução PL e Lucro Líquido - Raia S.A



Fonte: Elaborado pela autora.

INDICADORES FINANCEIROS

Tabela 32 - Índices de Endividamento (%) - Raia S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Participação de Capital de Terceiros (Capital de Terceiros/PL)	79,56	54,07	17,97	47,49	55,31	64,81	76,04	91,51	97,20	105,20	200,02	210,42
Composição do Endividamento (Passivo Circ./Capital de Terceiros)	0,91	0,89	0,82	0,80	0,79	0,80	0,81	0,80	0,77	0,75	0,49	0,50
Endividamento Geral (Capital de Terceiros/Ativo Total)	44,31	35,09	15,23	32,20	35,61	39,32	43,19	47,78	49,29	51,27	66,67	67,79

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 33 - Índices de Rentabilidade (%) - Raia S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE (Lucro Líquido /PL)	18,30	14,87	3,12	4,63	4,34	9,01	12,92	15,39	15,86	14,36	19,19	11,10
ROA (Lucro Líquido/Ativo Total)	10,19	9,65	2,65	3,14	2,79	5,47	7,34	8,03	8,04	7,00	6,39	3,58

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 34 - Índices de Liquidez Raia S.A - 2009 a 2020

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Geral (AC + Realizável LP / PC + PNC)	1,78	2,17	2,05	1,60	1,50	1,43	1,34	1,28	1,24	1,20	0,74	0,79
Corrente (AC/PC)	1,88	2,32	2,37	1,96	1,87	1,76	1,63	1,57	1,58	1,55	1,40	1,46
Seca (AC – Estoques/PC)	1,00	1,29	1,18	0,83	0,76	0,71	0,62	0,58	0,56	0,47	0,44	0,56

Fonte: Elaborado pela autora.

Em uma análise conjunta do gráfico 44 e dos indicadores financeiros, podemos notar o excelente desempenho da companhia após o IPO. Apesar do endividamento geral ter aumentado, passando de 44,31% para 67,79%, a composição da dívida melhorou, o que era um dos objetivos da empresa ao abrir seu capital. A empresa possui boa solvência a curto e longo prazo, conforme indicado pelos índices de liquidez. Os retornos obtidos sobre o patrimônio líquido (ROE) superaram os retornos sobre os ativos, atingindo o retorno máximo de 19,19% em 2019.

Portanto, entende-se que a empresa tem grande potencial de crescimento, além de ser uma empresa estável e eficiente, pois os esforços da gestão em gerar rentabilidade têm tido resultado positivo. A destinação dos recursos foi realizada da forma como havia sido anunciada, aumentando os investimentos em imobilizado, incremento no capital de giro e melhorando a composição de sua dívida, conforme seus objetivos.

Em 2011 houve a fusão entre a Raia S.A e outra grande empresa do setor, a Drogasil, operação que criou a maior rede de farmácias do país. Ao final do exercício de 2020 a empresa contava com 2.303 lojas em operação em todo o Brasil e apresentou lucro líquido ajustado de R\$601 milhões, conforme divulgado em relatório trimestral.

4 CONCLUSÃO

Este trabalho foi elaborado com o intuito de analisar o desempenho das empresas após a abertura de capital, investigar seus objetivos com a oferta e qual a decisão de destinação dos recursos captados.

Por meio dos estudos realizados, constatou-se que o principal objetivo com a abertura de capital das companhias era a captação de recursos para expansão dos negócios, financiamento para projetos em andamento e reestruturação de dívidas. Foi possível observar que as empresas efetivamente destinavam os recursos às finalidades anunciadas em cada prospecto, no entanto, o desempenho obtido pós IPO não foi positivo para todas.

Dentre as onze empresas analisadas, é possível citar seis que se destacaram e apresentaram os melhores resultados, baseados nos índices de rentabilidade, endividamento e na evolução do patrimônio e lucro líquidos, que foram: Aliance, Multiplus, BR Properties, Mills, JSL e Raia. Essas empresas conseguiram manter boa performance ao longo do período, demonstrando melhor eficiência operacional e maior estabilidade.

Com exceção da OSX e da Renova, que tiveram os menores desempenhos e precisaram entrar com pedido de recuperação judicial para reestabilização financeira, as outras três empresas (EcoRodovias, HRT e BR Insurance) apresentaram desempenho mediano dentro dos mesmos critérios analisados, com períodos de atuação positivos seguidos de baixas em anos específicos. No entanto, demonstraram capacidade em reverter a situação e apresentar novos resultados que contribuíssem para a volta do crescimento da empresa.

Portanto, a partir dos resultados expostos, somados ao estudo sobre a estrutura de capital das empresas e do conceito de IPO, pode-se concluir que a abertura de capital pode ser uma alternativa vantajosa para empresas consolidadas e que tenham como objetivo o crescimento, a expansão dos seus negócios e otimização de seu desempenho. Contudo, a decisão de se tornar uma companhia de capital aberto deve ser estudada cuidadosamente pelas empresas, conhecendo as condições de mercado e possíveis consequências, pois nem sempre será um processo viável e oportuno para todas.

REFERÊNCIAS

ALIANSCOE SONAE S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.alianscesonae.com.br/>

ALPER S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.alperseguros.com.br/>

AMARAL, Paulo Ferreira. **Decisões de financiamento em empresas brasileiras: uma comparação entre a static tradeoff e a pecking order theory no Brasil**. 2011. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011. Acesso em: 2021-04-28.

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

B3. **Empresas Listadas**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm .

BM&FBOVESPA; PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década de crescimento**. 2014. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf> . Acesso em 21 abril 2021.

BR PROPERTIES S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://www.brpr.com.br/ri/>

CAMPOS, Claudio. **Confronto das teorias de Pecking Order e Trade-Off: evidências com base nas companhias brasileiras abertas**. 2009. 115 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.

Comissão de Pronunciamentos Contábeis – CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa. 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC>.

DELOITTE. **Preparação e custos para abertura de capital no Brasil | uma análise sobre as ofertas de ações no País entre 2004 a 2020**. 2020. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/audit/custos-abertura-capital-Brasil-2020.pdf>. Acesso em 21 abril 2021.

ECORODOVIAS S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.ecorodovias.com.br/>

EXAME. **Sócios da BR Insurance denunciam fundadores da companhia**. Publicado em: 07/09/2017. Disponível em: <https://exame.com/blog/primeiro-lugar/socios-da-br-insurance-denunciam-fundadores-da-companhia/> . Acesso em 21 agosto 2021.

DINIZ, Natália. **Análise das demonstrações financeiras**. 2015. Rio de Janeiro: SESES, 2015. 176 p.

FREITAS, Luciano Brito Rebouças. **Processos recentes de IPO no Brasil: análise de aspectos de governança corporativa e da estrutura de propriedade**. 2014. 79 f. Dissertação

(Mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2014.

IARA, R.N; NASCIMENTO, M. R.; CUNHA, M. F.; PIMENTA; D. P. **O ciclo de vida das empresas brasileiras não financeiras e sua estrutura de capital**. In: 8º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças, Santa Catarina, 2018.

JSL S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.jsl.com.br/>

KIM, W.; WEISBACH, M. S. **Do Firms Go Public to Raise Capital?** National Bureau of Economic Research. No. 11197. Massachusetts, 2005.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. **Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras**. Rev. adm. contemp., Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177-199, Mar. 2008. Available from <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65522008000100009&lng=en&nrm=iso>. Access on 06 mar. 2021.

MENEZES, Cláudio Carvalho de. **Análise dos indicadores econômico-financeiros: estudo multicaso em empresas que realizaram o IPO no Brasil**. 2016. 128 f. TCC (graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza/CE, 2016.

MILLS S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <http://ri.mills.com.br/>

MULTIPLUS. Disponível em: <http://www.mediagroup.com.br/host/multiplus>

MYERS, S. C. **The capital structure puzzle**. Journal of Finance. 1984. 39 (3), 575-592.

OSX BRASIL S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <http://www.osx.com.br/>

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio, & ZINGALES, Luigi. 1998. **Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis**. Journal of Finance, 53, 27–64.

PETRORIO S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <http://ri.petroriosa.com.br/>

PRETTI Casotti, Felipe; JACQUES da Motta, Luiz Felipe. **Oferta Pública Inicial no Brasil (2004-2006): Uma Abordagem da Avaliação através de Múltiplos e do Custo de Capital Próprio**. Revista Brasileira de Finanças [em linha]. 2008, 6(2), 157-204[data de Consulta 2 de Março de 2021]. ISSN: 1679-0731. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824729002>

PRODANOV, Cleber Cristiano. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico** / Cleber Cristiano Prodanov, Ernani Cesar de Freitas. – 2. ed. – Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

RAIA DROGASIL S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <https://ri.alperseguros.com.br/>

RENOVA ENERGIA S.A. Relação com Investidores. Disponível em: <http://renovaenergia.riweb.com.br/>

ROSSI Jr., José Luiz, & MAROTTA, Marcelo. 2010. **Equity Market Timing: Testando Através de IPO No Mercado Brasileiro**. Revista Brasileira de Finanças, 8, 85–101.

SANTOS, M. A. **Determinantes da estrutura de capital de empresas em diferentes cenários econômicos e institucionais: Um estudo comparativo**. 2013. 126 f. Dissertação (mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Ribeirão Preto, 2013.

SATURNINO, Odilon; SATURNINO, Valéria; LUCENA, Pierre; CAETANO, Marcelino; FLORENCIO dos Santos, Josete. **Oferta Pública Inicial (IPO) de ações no Brasil: uma análise dos retornos da IPO de ações com baixo Índice Preço/Lucro (P/L)**. 2012. Universidade Federal de Pernambuco.

SILVA, S. R. & RODRIGUES, A. C. & GOMIDE, L. A. P. & SILVA, M. W. (2016). **A contribuição das demonstrações contábeis no processo de concessão de crédito: um estudo de caso do município de São Paulo**. Revista de Micro e Pequenas Empresas e Empreendedorismo da Fatec: 222-249.

SMANIOTTO, E. N.; ALVES, T. W.; DECOURT, R. F. **Determinantes da Estrutura de Capital nas Ofertas Primárias Iniciais de Ações no Brasil: Uma Análise com Dados em Painel**. Enfoque Reflexão Contábil, v. 37, n. 4, p. 67-84, 2018.

SOARES, Fernando Verdade. **Análise das demonstrações contábeis como instrumento de avaliação da situação econômico-financeira: estudo comparativo entre financeiras**. 2015. 38 f. TCC (graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Curso de Ciências Contábeis. Porto Alegre/RS, 2015.

STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. **Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros**. Rev. contab. finanç., São Paulo , v. 23, n. 59, p. 102-115, ago. 2012 . Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000200003&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em 02 mar. 2021.

STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. **Abertura ou Não de Capital no Brasil: Uma Análise Prática da Percepção dos Executivos Financeiros**. Revista Brasileira de Finanças, vol. 12, núm. 4, dezembro 2014, pp. 597-642 Sociedade Brasileira de Finanças Rio de Janeiro, Brasil.