

COMO MELHOR AVALIAR O DESEMPENHO DE EMPRESAS QUE GERAM RESULTADO A PARTIR DA LOCAÇÃO DE SEUS ATIVOS PERMANENTES

Stephane Rapôso¹

RESUMO: Este trabalho trata da avaliação de desempenho operacional e financeiro de empresas que geram resultado para seus acionistas a partir da locação de Ativos Permanentes e são mensuradas pelo mercado através do uso do EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization). O presente artigo foi desenvolvido com o objetivo de verificar quais são alternativas ao EBITDA para a análise de desempenho de longo prazo dessas companhias e sugerir indicadores que possam ter maior aderência a esse tipo de negócio, visando garantir que serão corretamente controlados os recursos para criação de valor no longo prazo. Foi realizada uma pesquisa sobre os indicadores de desempenho existentes no mercado, a aplicabilidade no modelo de negócio estudado e realizada a análise comparativa do comportamento destes indicadores. Para tanto, foram selecionadas quatro empresas que preenchem os requisitos necessários para o tipo de negócio em estudo que possuem suas demonstrações financeiras publicadas - dados do Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultado do Exercício dos períodos de 2015 a 2018. A partir disso, foi possível comprovar a ineficiência do EBITDA como indicador de resultado dessas empresas e constatou-se que a melhor forma de avaliar essas empresas é através da combinação dos resultados obtidos com os indicadores que mostraram ser mais aderentes ao modelo de negócio em estudo. Ainda assim, estes indicadores não contemplam todas as variáveis necessárias para a correta mensuração de retorno das empresas e, por conta disso, foram sugeridas algumas adaptações em sua composição com o objetivo de adequá-los a singularidade do negócio estudado.

PALAVRAS-CHAVE: EBITDA; Resultado; Indicadores de Desempenho;

¹ (30.023.023-1) stephane_raposo@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

A necessidade de identificação de um indicador que permita proporcionar adequadas referências sobre o desempenho das empresas viabiliza a disseminação do uso do EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) no mercado, que consiste em ser uma aproximação do caixa operacional gerado no período analisado e calculado com relativa facilidade. Apesar deste indicador permitir a comparabilidade entre empresas de vários tipos de mercado e ser utilizado como ferramenta de gestão, despreza grupos relevantes do Balanço Patrimonial como, por exemplo, os Ativos Permanentes e a necessidade do uso do capital investido pelos acionistas, credores e investidores. (FREZATTI E AGUIAR; 2007)

Embora os dirigentes responsáveis pelas empresas disponham de outros indicadores relevantes que também são capazes de auxiliar na tomada de decisão estratégica sobre a continuidade dos seus planos de gestão ou correções necessárias para atender os interesses dos seus acionistas e a perpetuidade dos negócios, esses instrumentos são menosprezados e utilizam-se somente de dados simples, incompletos e com falta de coerência entre o procedimento adotado e sua aplicação no negócio. (MALVESSI E CALIL; 2014)

O uso generalizado do EBITDA pode levar as empresas que o adotam a acreditar que obtém um bom desempenho operacional e financeiro. Entretanto, o uso dessa ferramenta de forma equivocada pode induzir a uma avaliação míope de seu desempenho e distribuir resultados que não representam a realidade do negócio. Isso pode enfraquecer a competitividade da empresa e destruir a riqueza dos acionistas sem que eles percebam. Boas decisões necessitam de indicadores que integrem informações econômico-financeiras e não dediquem atenção e foco somente a uma parte da demonstração. (MALVESSI E CALIL; 2014)

O primeiro passo, para uma empresa medir o seu desempenho é saber, ao certo, o que deve ser medido. Mapear e trabalhar os indicadores de forma correta é tão importante quanto acompanhá-los. Se a análise não for feita com acuracidade, torna-se impossível saber se os resultados estão dentro das metas e planos estipulados pela empresa, além de inviabilizar qualquer estratégia proposta para melhoria e adequação do planejamento estratégico da empresa. Os indicadores ajudam a avaliar quais as ações que

precisam ser realizadas para crescimento do negócio, acompanhar a execução dessas ações, sugerir possíveis adequações e interferir na evolução de determinada demanda ou processo. Cada indicador utilizado por uma empresa tem uma meta associada a ele, que representa um desafio ou expectativa para um objetivo em um determinado período.

Medir o desempenho de uma empresa é fundamental para o sucesso e a boa gestão. Não se trata apenas de uma boa prática gerencial, mas de uma ação necessária para saber se a empresa está trilhando o caminho desejado, quanto ainda falta para alcançarem os objetivos e por fim quais são os ajustes necessários que devem ser realizados. É importante, porém, criar uma cultura que priorize a avaliação do desempenho organizacional, utilizando-se de indicadores que tenham alto grau de aderência ao negócio.

A Comissão de Valores Imobiliários (CVM) por intermédio da Instrução 527, de 4/10/12, regulou como as empresas devem calcular o indicador EBITDA ou, em português, LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) e editou uma instrução regulando seu uso. (ROCHA; 2012) No entanto, no mercado estudado de renda por aluguel de ativos operacionais o fato de serem desprezados os impactos da depreciação, amortização e despesas financeiras do cálculo, o indicador em questão não leva em consideração os gastos com investimentos e assume que Ativos Permanentes não precisam ser renovados, sendo incoerente com o fato de que as empresas são criadas para perdurar e que os ativos sofrem depreciação com o transcorrer do tempo, o que exige investimentos com reposição, manutenção e inovações tecnológicas que visam o crescimento da competitividade. (DIAZ; 2002)

Os efeitos negativos da aplicação do EBITDA podem ser agravados quando empregado em empresas que operam com seus Ativos Permanentes e precisam constantemente de financiamento através de capital de terceiros, tanto para ampliação de sua capacidade de geração de receita, quanto para manutenção e atualização de seus bens. Empresas do setor imobiliário ou de locação de veículos e equipamentos, por exemplo, possuem a maior parte de seus recursos financeiros aplicados no Imobilizado e, devido ao alto valor desses ativos, necessitam de financiamento para aquisição ou renovação de ativos, além da importância da depreciação que expressa o desgaste natural desses investimentos.

Diante disso, o presente artigo buscou entender se no mercado estudado de renda por aluguel de ativos operacionais faz sentido o uso do EBITDA, ou seja, a geração de caixa após as despesas financeiras, depreciação e amortização como forma de mensuração de desempenho operacional e

financeiro para essas empresas e qual seria a melhor forma, do ponto de vista de negócios, de avaliar essas companhias no longo prazo levando em consideração tais impactos, que podem ser grandes ofensores para um bom desempenho operacional.

2 ANÁLISE DOS INDICADORES EXISTENTES NO MERCADO

O uso de indicadores pode facilitar a comparação de desempenho de uma empresa ou segmento com os concorrentes ou de empresas que possuem atividades semelhantes e também serve para identificar padrões. Além disso, apontam resultados e avanços obtidos com ações de qualquer natureza, propiciando ajustes de metas, redirecionamento de estratégias e ações de racionalização no uso dos recursos caso necessário. Pode ocorrer de os indicadores selecionados não serem capazes de orientar todas as decisões. Uma forma de resolver essa situação é estabelecer relações entre esses indicadores, o que irá auxiliar a compreender os fenômenos geradores dos resultados verificados. (SESI PR; 2010)

Dentre os indicadores de resultado utilizados para mensuração de retorno de investimentos, foram selecionados aqueles que possuem na sua composição os elementos do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado do Exercício as contas com maior relevância nas atividades relacionadas ao tipo de negócio analisado. Sabe-se que a característica principal desse modelo de negócio é a aplicação de seu capital nos bens de longo prazo, o que faz com que os indicadores de liquidez ou relacionados aos ativos de curto prazo sejam desprezados. Após realizar a triagem dos indicadores que se enquadraram nas condições desejadas, buscou-se o entendimento das vantagens e desvantagens de cada item analisado. Para facilitar a compreensão, os indicadores foram separados em grupos: Rentabilidade, Participação no Ativo, Geração de Caixa Operacional e Auxiliares.

2.1 Indicadores de Rentabilidade

Para verificar a rentabilidade dos investimentos como um todo em relação aos Ativos de Longo Prazo, pode ser utilizado o indicador de Rentabilidade Sobre Ativos Operacionais (RSAO). Este por sua vez, relaciona o Lucro Operacional da empresa ou em inglês *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), e desassocia a origem do financiamento em relação aos investimentos realizados nos ativos (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010).

A Rentabilidade Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) ou em inglês *Return on Equity* (ROE), avalia o lucro líquido do exercício e usa como referência o Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010). Por meio deste, espera-se saber a taxa de retorno do capital próprio gerador desse resultado e, demonstra a capacidade da empresa em agregar valor através de seus recursos próprios.

Outro indicador calculado foi o de Retorno Sobre Ativos (RSA) ou em inglês *Return on Assets* (ROA). Este indicador fornece uma melhor indicação de como os ativos da empresa estão sendo utilizados produtivamente por tratar-se de uma medida de retorno que relaciona todo o Ativo utilizado pela empresa com o Lucro Operacional realizado. (CARNEIRO E SILVA; 2010)

Para exprimir a rentabilidade do total do capital aplicado no negócio de uma empresa, pode-se utilizar o indicador de Retorno Sobre Capital Empregado (RSCE) ou mais conhecido pelo termo em inglês *Return on Capital Employed* (ROCE) e examinar o comportamento dos investimentos também da perspectiva do Lucro Operacional. (CARNEIRO E SILVA; 2010)

Devido ao alto grau de endividamento dessas empresas, o resultado financeiro não pode ser ignorado das análises de viabilidade devido sua materialidade e deve ser considerado como um dispêndio inerente às operações. (CARNEIRO E SILVA; 2010) Olhando por este prisma, o indicador de Retorno Sobre Investimentos (RSI) ou mais conhecido pelo termo em inglês *Return on Investments* (ROI) se diferencia por medir a rentabilidade a partir do Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR) e apresenta maior aderência aos modelos analisados.

O Retorno Sobre Capital Investido (RSCI) ou mais conhecido pelo termo em inglês *Return on Invested Capital* (ROIC) possui o refinamento de considerar como investimento somente os ativos genuinamente operacionais, ou seja, aqueles diretamente relacionados com os negócios da empresa de Curto e Longo Prazo. São excluídos todos os ativos classificados como não-operacionais desvinculados dos negócios e recursos disponíveis em caixa.

2.2 Indicadores de Participação no Ativo

Complementando a análise da distribuição dos recursos patrimoniais das empresas estudadas e com a intenção de destacar a materialidade da imobilização de capital no Ativo Permanente, foi

selecionado para compor a relação de indicadores o índice de Participação do Ativo Permanente no Ativo Total (PAPT). (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010)

Conforme observado anteriormente, essas empresas têm a necessidade de recorrer a financiamentos e empréstimos, em complemento ao Capital Próprio, para realizar aplicações produtivas no seu Ativo Total, seja ampliação, expansão ou modernização. Este endividamento é sadio, mesmo sendo um tanto elevado, pois serve gerar recursos que serão usados para saldar os compromissos assumidos. A Participação do Exigível Total no Ativo Total (PETAT) indica qual a dependência dos negócios em relação aos recursos de terceiros. (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010)

Os financiamentos de terceiros podem ser onerosos e possuir um custo de capital elevado e, com o objetivo de reduzir este custo, os acionistas podem optar por investir capital próprio em complemento aos financiamentos. O mesmo racional empregado no indicador anterior é utilizado para medir a Participação do PL no Ativo Total (PPLAT) e indica qual a dependência dos negócios em relação aos recursos próprios. (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010)

2.3 Indicadores Auxiliares

Do ponto de vista do negócio analisado, quanto maior a aplicação dos investimentos no Ativo Permanente, maior a capacidade operacional da empresa (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010). Para saber a relevância da imobilização de recursos financeiros em relação ao capital investido pelos sócios, é possível utilizar o índice de Imobilização do Capital Próprio (ICP).

Devido a alta necessidade de financiamento que deriva da imobilização de capital nessas empresas, é importante avaliar também Endividamento Geral (EG) em relação ao capital investidos pelos acionista, isto é, o total das exigibilidades em relação ao Patrimônio Líquido (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010). Para calcular este indicador, deve ser considerado o valor total de dívida dividido pelo Patrimônio Líquido.

Quando a empresa utiliza recursos de terceiros como elemento para melhorar a rentabilidade final do capital próprio, faz-se necessário avaliar a eficiência com que os administradores aplicaram esses recursos. Para medir o desempenho desses empréstimos toma-se a rentabilidade final do capital próprio

em relação à rentabilidade geral da empresa, obtendo como resultado o Grau de Alavancagem Financeira (GAF). (PADOVEZE E BENEDICTO; 2010)

O custo de capital próprio pode sinalizar o retorno desejado pelos acionistas, porém este dado não é possível obter através das demonstrações financeiras disponíveis, pois necessita de um estudo mais complexo de finanças corporativas, assumindo diversas hipóteses teóricas em seus cálculos (ASSAF NETO; 2014). Em contrapartida, o custo do capital de terceiros é geralmente obtido de dados históricos e pode ser obtido relacionando as Despesas Financeiras com o Exigível.

2.4 Indicador de Geração de Caixa Operacional

Menos conhecido e utilizado somente pelos de Fundos Imobiliários, o índice *Funds From Operations* (FFO) é uma medida simplificada de geração de caixa, adicionando-se ao lucro líquido do exercício a depreciação e a amortização e excluindo-se eventos como ganhos na venda de propriedades por diminuir a capacidade de geração de receitas e gastos com manutenção. (investinganswers.com) Não é possível saber o montante relativo aos gastos relativos a dispêndios com manutenção de ativos através das demonstrações financeiras, por isso foi utilizada uma variação deste cálculo que desconsidera esta informação.

3 ESTUDO SOBRE A APLICABILIDADE DO EBITDA

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) consiste em ser uma aproximação do caixa operacional gerado no período analisado e é calculado com relativa facilidade. Isso ocorre porque este indicador exclui movimentações que não estão ligadas a operação da empresa, sendo eles: depreciação e amortização, impostos e resultado financeiro, conforme demonstrado a seguir: (ASSAF NETO; 2017)

$$EBITDA = \text{(Lucro Antes dos Impostos)} \\ - \text{Resultado Financeiro} - \text{Depreciação}$$

As empresas que possuem alto nível de imobilização de seus recursos e utilizam seus Ativos Permanentes como forma de geração de receitas através do aluguel desses bens e, conseqüentemente, geram retorno aos seus acionistas são o objeto de estudo deste artigo. No que concerne à obtenção dos dados para o cálculo dos índices de rentabilidade das organizações, o presente artigo selecionou quatro

empresas que preenchem estes requisitos e possuem suas demonstrações financeiras publicadas: BR Malls Participações S.A., Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A., Localiza Rent a Car S.A. e Tópico Locação de Galpões e Equip. P/ Indústria S.A.. As demonstrações financeiras utilizadas neste artigo foram os Balanços Patrimoniais e as Demonstrações de Resultado do Exercício.

O cálculo do EBITDA apresentado foi elaborado para as quatro empresas escolhidas, acompanhando a evolução pelo período de quatro anos, considerando as demonstrações de 2015, 2016, 2017 e 2018 conforme apresentado na Tabela 1. Seguindo a ordem apresentada será demonstrado primeiramente o resultado e análise do EBITDA elaborado com base nas demonstrações financeiras da empresa BR Malls Participações S.A.

Atualmente, a BR Malls é maior empresa de *shopping centers* da América Latina, com presença nas cinco regiões do Brasil, possuindo participação em 39 *shopping centers* que totalizam 1.445,5 mil m² de área bruta locável total, além de ser especializada na administração e comercialização de espaços nos *shopping centers*. Ao avaliar o negócio da BR Malls da perspectiva do EBITDA, em 2015 a margem EBITDA (resultado obtido quando dividido pela Receita Líquida) foi de 79%, isso ocorreu por conta do Lucro Antes dos Impostos estar positivo em R\$ 136,7 milhões que representa 9,4% do resultado apurado (desconsiderando-se os efeitos de reavaliação de ativos a valor justo). No ano seguinte, o Lucro Antes dos Impostos apresentado foi de prejuízo de R\$ 742,2 milhões, passando a representar 54,2% do resultado apurado em 2016. No entanto, a margem EBITDA em 2016 manteve-se praticamente estável, ou seja 78%. Em 2017 o Lucro Antes dos Impostos apurado apresenta prejuízo de R\$ 23,2 milhões, reflexo do impacto de perdas com vendas de investimentos que reduziu a margem EBITDA em 71% e encerra o período em 22,5% de retorno. O Lucro Antes dos Impostos apurado em 2018 apresenta retomada e a margem EBITDA volta ao patamar anterior, com resultado de 67%.

A Mills é uma empresa, que oferece soluções para trabalhos em altura e construções de alta complexidade, sendo o seu principal negócio locação de equipamentos, tais quais, plataformas aéreas. Em 2015 a Mills obteve um bom resultado de margem EBITDA de 18% apesar de encerrar o período com o Lucro Antes dos Impostos em prejuízo de R\$ 128,7 milhões. Isso ocorre porque são excluídos do cálculo os impactos de depreciação e resultado financeiro que somam R\$ 232,8 milhões. 2016 em comparação com o ano anterior apresenta redução de 43% no resultado apurado de margem EBITDA com retorno positivo de 10,3% influenciado pelo Lucro Antes dos Impostos e com aumento de 63% de prejuízo, resultado de redução no Lucro Bruto e maior gasto com despesas operacionais. Esse efeito se acentua

em 2017 e impacta o resultado de margem EBITDA negativamente em 14,9%, demonstrando que a empresa não consegue gerar resultado operacional. Em 2018 a margem EBITDA apresenta recuperação, deixando de ser negativo, porém próximo a zero.

A terceira empresa analisada foi a Localiza Rent a Car que é especializada na locação de veículos e gestão de frotas. A empresa possui 222,2 mil carros e atuação em todo o Brasil. Com um ótimo resultado operacional apurado observado na sua Demonstração de Resultado, o valor absoluto de EBITDA demonstra crescimento de 70% em 2018 em relação a 2015. Entretanto, a margem EBITDA apresenta leve queda no passar dos anos em virtude do aumento da Receita Líquida e manteve-se em torno de 20% de retorno sem grandes oscilações. O crescimento observado da receita bruta pode ser explicado pela compra da Hertz no Brasil em 2017.

A Tópico é uma empresa especializada em montagem e locação de galpões sem fundação, com estruturas flexíveis e cobertura de lona ou zinco presente em todo o país. Das quatro empresas analisadas, esta foi a que obteve melhores índices de margem EBITDA. Nos anos de 2015 e 2016 a margem EBITDA manteve-se estável, por volta de 25% de retorno. Em contrapartida, no ano de 2017 o percentual alcançado foi de 45% que representou crescimento de 70% e em 2018 cresceu 11,5% em relação ao ano anterior, encerrando o período com margem de 50%. Esse crescimento acentuado é reflexo de investimentos em processos de melhoria operacional que podem ser observados com a redução dos custos operacionais que refletiram na manutenção do Lucro Bruto apesar da redução da receita e em despesas administrativas que contribuiu para o resultado positivo no Lucro Antes dos Impostos.

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
BR Malls	79,04%	78,07%	22,51%	67,10%
Mills	18,06%	10,31%	-14,85%	0,09%
Localiza	23,80%	22,88%	21,69%	20,14%
Tópico	28,95%	26,37%	44,87%	50,03%

Fonte: Própria autora

Tabela 1: Resultado Margem EBITDA

4 ESTUDO SOBRE A ADERÊNCIA DOS INDICADORES DE DESEMPENHO SUGERIDOS

Neste capítulo serão apresentados os cálculos dos indicadores apresentados anteriormente, bem como a interpretação dos resultados obtidos com indicadores aplicados para cada uma das empresas analisadas individualmente, acompanhando a evolução desses indicadores pelo período de três anos, considerando as demonstrações de 2015, 2016, 2017 e 2018.

4.1 BR Mall Participações S.A.

Esta empresa possui quase 90% dos seus ativos alocados em Investimentos de longo prazo no decorrer dos períodos analisados, conforme observado no Anexo 9.5 na Tabela 11. Estes ativos de investimento são terrenos e edifícios em *shopping centers* mantidos para auferir rendimento de aluguel. O Balanço Patrimonial apresentado no Anexo 9.1 demonstra que os recursos investidos nessas propriedades originam-se do capital próprio, representando aproximadamente 60% de seus passivos em 2018 com crescimento de 25% em relação a 2015. Entretanto, o Índice ICP apresentado a seguir na Tabela 2 reduziu de 1,88 em 2015 para 1,51 em 2018, o que indica redução nos investimentos em Ativos Permanentes que provavelmente foi impactado por consequência da revisão das premissas de avaliação ao valor justo realizada em 2017, destacado em nota explicativa em suas demonstrações.

O Lucro Líquido do Exercício para os períodos estudados, quando analisado em referência a Receita Líquida e desconsiderando-se os efeitos de reavaliação de ativos a valor justo para efeito de estudo, apresentou volatilidade no decorrer dos anos. Em 2015 a representatividade no resultado foi de -20%, em 2016 aumentou para 73,6%, chegando a 31,5% em 2017 e redução de 55,2% em 2018 representando 14,1%. A rentabilidade em relação ao Patrimônio Líquido (ROE), apesar de ter sido influenciado pelo Lucro Líquido do Exercício, demonstrou crescimento, ou seja, o resultado gerado pelo capital próprio investido nos ativos da empresa saiu de perda de rentabilidade de -0,73% em 2015 e passou a representar 0,42% em 2018 que, apesar de ser um percentual inexpressivo e haver volatilidade no decorrer dos períodos analisados, demonstra que os acionistas deixaram de perder dinheiro com investimento. Excluindo-se o efeito dos impostos diferidos no Lucro do Exercício, que refletiram em uma reversão considerável no resultado em razão da reavaliação dos ativos a valor justo, nota-se que o Lucro Antes dos Impostos (LAIR), demonstra tendência de crescimento. Em 2015 o Lucro Antes dos Impostos em relação à Receita Líquida foi de 9,4% e em 2018 o mesmo indicador alcança 49,1%. Conseqüentemente, o ROI também apresentou melhora, encerrando 2018 com rentabilidade de 0,91%.

O capital de terceiros investido no negócio gira em torno dos 20% ao longo dos períodos. No entanto, o custo da dívida reduziu de 11,64% em 2015 para 2,9% em 2018, basicamente influenciado pela redução nos ganhos com derivativos por conta da liquidação a estrutura do *bond* perpétuo em 2017 conforme informado em notas explicativas. Consequentemente, houve reflexo no resultado financeiro que diminuiu em 75,8% no mesmo período. Dada a materialidade do Resultado Financeiro, é igualmente importante analisar os indicadores sob a ótica do Lucro Operacional (EBIT). Observa-se claramente a relevância do Lucro Operacional quando calculada sua margem que, em 2015 foi de 78,4% reflexo da venda de participação em alguns *shopping centers*, e em 2017 reduziu para 21,26%. Em função da redução no Lucro Operacional, o ROCE obtido em 2017, foi insignificante (1,45% em 2015 para 0,40% em 2017), mas demonstra recuperação em 2018. Acompanhando a mesma tendência, o ROIC, demonstrado na mesma tabela, diminuiu de 1,85% para 0,48%, voltando crescer no ano seguinte. A melhoria do endividamento da empresa confirma-se com a redução do índice EG que reduziu em 38,2% no último ano (1,10 em 2015 para 0,68 em 2018).

O ROA segue a mesma tendência do ROCE e ROIC, pois são calculados com base no Lucro Operacional, reduzindo de 1,36% para 0,37% em 2017, com crescimento em 2018 no qual a rentabilidade é de 1,17%. Os Ativos Operacionais, onde são desconsiderados os efeitos de passivos sem ônus financeiros, quando avaliado sobre o Lucro Operacional não apresentou melhoria relevante. Por outro lado, a ineficiência dos resultados obtidos com o cálculo dos indicadores anteriores não impactou diretamente o índice GAF que demonstrou reestabelecimento no decorrer dos anos, isto é, o capital de terceiros passou contribuir para geração de retorno adicional em favor dos acionistas. Em 2015 a alavancagem foi menor que zero, aumentou em 2016 para 1,44 e terminou em 2017 com aumento de 41% em relação ao período anterior para 2,02. Contudo, em 2018, apesar do melhor desempenho obtido, o GAF obtido foi de 0,27 que

Contrariamente aos indicadores anteriores que demonstram resultados insatisfatórios a respeito da lucratividade da empresa, o %FFO que é o principal indicador de resultado utilizado pelos Fundos Imobiliários, saiu de -20,85% em 2015 para 13,8% em 2018 sobre a Receita Líquida. Isso se deve por considerar o impacto dos impostos diferidos sobre o resultado da empresa. Adicionalmente, é importante destacar que a Margem Bruta apresentada nas Demonstrações de Resultado do Exercício no Anexo 9.1 foi de aproximadamente 90%. No primeiro momento o %FFO pode representar um ótimo resultado,

porém, da perspectiva do tipo de negócio estudado, esse resultado pode não apresentar a realidade do negócio e, quando somado a margem de Resultado operacional, o valor despencou para 21,3% em 2017.

	2015	2016	2017	2018
RSAO	1,84%	1,72%	0,48%	1,54%
ROE	-0,73%	2,48%	0,97%	0,42%
ROA	1,36%	1,29%	0,37%	1,17%
ROCE	1,45%	1,34%	0,40%	1,22%
ROI	0,18%	0,95%	-0,03%	0,91%
ROIC	1,85%	1,73%	0,48%	1,55%
PAPT	89,61%	91,48%	88,49%	89,97%
PETAT	52,44%	50,09%	44,08%	40,55%
PPLAT	47,56%	49,91%	55,92%	59,45%
ICP	1,88	1,83	1,58	1,51
EG	1,10	1,00	0,79	0,68
GAF	-0,40	1,44	2,02	0,27
%KD	11,64%	11,15%	6,04%	2,90%
%FFO	-20,85%	73,40%	31,12%	13,84%
%EBIT	78,33%	76,65%	21,26%	65,72%
%EBITDA	79,04%	78,07%	22,51%	67,10%

Fonte: Própria autora

Tabela 2: Indicadores BR Malls

4.2 Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A.

A Mills possui alta concentração de recursos de seus ativos classificados como Não Circulante conforme apresentado no Anexo 9.5 na Tabela 12, compreendendo 79,4% dos recursos investidos pelos acionistas em 2018. O resultado PPLAT apresentado a seguir na Tabela 3, também é significativo e aponta tendência de crescimento, ou seja, 73,9% dos recursos utilizados para geração de benefícios futuros em 2018 são dos acionistas. Porém, quando o Ativo Total é analisado pela perspectiva do indicador de Retorno Sobre Ativos (ROA) que utiliza em seu cálculo o Lucro Operacional, nota-se que estes ativos não são produtivos e demonstraram tendência de queda, visto que em 2015 o retorno foi de -4,0% e em 2018 -12,5%. Apesar da participação de recursos de terceiros (indicador PETAT) representar apenas 26,1% da composição de investimentos no Ativo Total, o resultado indica que a Mills possuía um Custo de Dívida elevado, em torno de 15% em 2018, o que pode explicar a expressiva participação de Capital Próprio na composição dos investimentos. A redução na necessidade de financiamento externo da Mills é corroborada pelo índice EG que vem reduzindo à medida que o Patrimônio Líquido aumenta,

caracterizando contração de 49,8% ao final dos períodos (0,70 em 2015 para 0,35 em 2018). Adicionalmente, é possível notar que os Empréstimos de Longo Prazo apresentado no Anexo 9.2 tiveram seu saldo reduzido no decorrer dos períodos em 79,2%.

Por conta do modelo de negócios, a maior parte dos recursos em Ativo Não Circulante está alocada no Ativo Permanente que representa 54,8% em 2018 e corresponde a redução de 19,3% em relação a 2015. Essa queda também é refletida no índice ICP com 1,16 em 2015 e redução de 35,9% em 2018 fechando em 0,74. Apesar da participação do capital próprio ter aumentado no decorrer do período, a imobilização destes recursos foram diminuindo, o que pode ser explicado pela reconciliação dos tributos diferidos que aumentou o Realizável a Longo Prazo. Se for observada a rentabilidade dos investimentos como um todo, sem se ater a que tipo de capital foi empregado, em relação aos Ativos Operacionais da empresa, da perspectiva do indicador de Rentabilidade Sobre Ativos Operacionais (RSAO), que o relaciona ao Lucro Operacional, o resultado também foi insatisfatório e com tendência de queda da mesma forma dos demais indicadores apresentados, isto é, -13,6% em 2018.

Em relação ao Lucro Operacional (%EBIT), a Mills igualmente apresentou resultado negativo nos períodos avaliados, porém em 2018 a Receita Líquida reduziu em 47% em relação a 2015, o que resultou no agravamento da situação da empresa em relação a este indicador, encerrando 2018 em -41,6%. Este resultado ruim foi refletido nos indicadores ROCE e ROIC, que possuem como numerador o EBIT e, conseqüentemente, resultam em retorno sobre o capital negativo e com expressiva queda em 2018, isto é, representavam -5% em e no ano de 2018 a rentabilidade apurada é de aproximadamente -15%. O mesmo comportamento se observou no Lucro Antes dos Impostos que em 2018 sua margem em relação à Receita Líquida corresponde a 45,8% e influenciou no resultado do ROI cujo resultado é similar aos dois indicadores anteriores. O Lucro Líquido do Exercício, por conta de recuperação de IRCS sobre prejuízos, apesar de ter permanecido negativo, quando comparado com o Patrimônio Líquido para efeito de indicador de rentabilidade (ROE), nota-se que o retorno foi ligeiramente melhor, mas ainda negativo.

Ainda assim, é possível notar que houve melhoria de eficiência na forma que os administradores aplicaram os recursos da empresa pelo índice GAF, que mede o desempenho dos empréstimos e mede a rentabilidade final do capital próprio em relação à rentabilidade geral da empresa. O GAF em 2015 foi de 2,45 e reduziu em 62% quando comparado com 2018 que passou a ser de 0,93. Finalmente, se

aplicarmos o indicador %FFO, que geralmente é aplicado em empresas de fundo imobiliário, nas demonstrações de resultado Mills, o resultado demonstrado em 2015 e 2016 foi baixo, porém positivo em torno de 3% e em 2018 despencou para -1,14%.

	2015	2016	2017	2018
RSAO	-4,14%	-8,16%	-16,49%	-13,57%
ROE	-10,16%	-9,96%	-16,35%	-12,66%
ROA	-4,00%	-7,82%	-15,44%	-12,46%
ROCE	-4,62%	-8,97%	-17,86%	-14,90%
ROI	-9,07%	-10,96%	-19,14%	-16,41%
ROIC	-4,85%	-10,57%	-18,62%	-15,63%
PAPT	67,89%	62,20%	59,90%	54,79%
PETAT	41,25%	33,94%	30,81%	26,05%
PPLAT	58,75%	66,06%	69,19%	73,95%
ICP	1,16	0,94	0,87	0,74
EG	0,70	0,51	0,45	0,35
GAF	2,45	1,22	0,99	0,93
%KD	12,26%	11,77%	7,88%	15,06%
%FFO	3,11%	2,47%	-12,23%	-1,14%
%EBIT	-11,38%	-29,78%	-64,88%	-41,56%
%EBITDA	18,06%	10,31%	-14,85%	0,09%

Fonte: Própria autora

Tabela 3: Indicadores Mills

4.3 Localiza Rent a Car S.A.

Das empresas estudadas a Localiza foi a única a obter lucro em todos os períodos e, apesar da redução dos percentuais de retorno dos indicadores em 2017 por conta da incorporação da empresa Hertz no Brasil, os resultados são satisfatórios. O %EBIT conforme Tabela 4, em 2015 foi de 18,7% e 2018 apresentou redução de 15,1% representando retorno de 15,9%. Quando avaliamos o Balanço Patrimonial apresentado no Anexo 9.3, do ponto de vista do Lucro Operacional, observa-se que os recursos empregados foram bem utilizados pela empresa, uma vez que os indicadores possuem taxas de retorno consideradas aceitáveis. Dentre eles o ROIC, que considera apenas os Empréstimos e Patrimônio Líquido e desconsidera o disponível, foi o que obteve melhor resultado em 2018 com redução de 26,8% em relação a 2015, fechou em 15%. O capital empregado como um todo que é medido pelo ROCE, em 2015 representava 15,4% de retorno, mas em 2018, por conta de aumento nos impostos diferidos e provisões de longo prazo, teve queda de 23,7% e passou a representar 11,8%. A produtividade do Ativo Total

também pode ser medida pelo Lucro Operacional que, da mesma forma que os anteriores, demonstrou tendência de queda entre os períodos de 2015 e 2018 em 28% e, mesmo com o aumento do Ativo em 83%, encerrou 2018 com 8,97%. O mesmo para o RSAO que teve retorno de 11,6% em 2018.

Sem variações representativas nos períodos, a margem Lucro Antes dos Impostos girou em torno de 11% e quando avaliado em relação ao Passivo Não Circulante somado ao Patrimônio Líquido que representaram 76% em 2018, o retorno (ROI) obtido foi de 8,31% que se comparado ao ROCE estava 3,5 pontos percentuais menor, ou seja, demonstra a relevância do resultado financeiro no lucro da empresa e obtenção de retorno. Em 2015 o %KD foi de 12,3% e os empréstimos representavam 49,3% do Passivo da empresa. Em 2018 os empréstimos aumentaram 11,4% mas o custo da dívida reduziu em 40% e passou a ser de 7% que pode ser entendido como troca de uma dívida cara por uma menos onerosa. Ter uma dívida menos onerosa no caso da Localiza é muito importante, uma vez que a o PETAT indica que a dependência dos negócios em relação aos recursos de terceiros foi de 77,9% em 2018. É possível perceber que a empresa optou por investir em seu negócio utilizando de recursos de terceiros e reduzindo a participação dos acionistas nas atividades de investimento, pois quando comparado o total das exigibilidades em relação ao Patrimônio Líquido, o índice EG de 2018 foi de 3,52 (o maior entre as empresas estudadas) e aumentou em 63,5% em relação a 2015.

Apesar da baixa representatividade do Patrimônio Líquido nos investimentos, a rentabilidade medida pelo ROE pareceu satisfatória e esteve em torno de 20% no transcorrer dos períodos e sem muita oscilação. Quando medida a rentabilidade do Patrimônio Líquido em relação a rentabilidade dos ativos operacionais, verifica-se que o GAF foi de 1,83. No entanto, o PPLAT que se apresentou na Tabela 3 foi de apenas 22,1%. A incorporação da Hertz em 2017 pela Localiza fez com que o Ativo Imobilizado da empresa demonstrado no Anexo 9.3 aumentasse em 11,8% em 2018 em relação a 2015 assim como a representatividade sobre o Ativo Total. Desta forma, o índice ICP foi elevado e alcançou 3,27 em 2018. Olhando por este cenário, mesmo com os bons resultados obtidos com os investimentos realizados com capital de terceiros, a boa rentabilidade obtida com a rentabilidade do capital próprio demonstrou que a Localiza teria capacidade para aumentar a participação dos acionistas e diminuir os custos com financiamentos e possivelmente melhorar a rentabilidade do negócio, deixando-a ainda mais satisfatória.

	2015	2016	2017	2018
RSAO	14,83%	12,89%	10,65%	11,64%
ROE	20,73%	18,63%	19,44%	21,30%
ROA	12,01%	10,40%	8,66%	8,97%
ROCE	15,43%	13,83%	10,83%	11,78%
ROI	11,18%	9,46%	7,31%	8,31%
ROIC	20,57%	17,97%	14,95%	15,05%
PAPT	65,56%	68,81%	67,65%	72,26%
PETAT	68,29%	70,38%	76,75%	77,88%
PPLAT	31,71%	29,62%	23,25%	22,12%
ICP	2,07	2,32	2,91	3,27
EG	2,15	2,38	3,30	3,52
GAF	1,40	1,45	1,83	1,83
%KD	16,12%	18,18%	15,17%	6,98%
%FFO	-36,82%	-38,11%	-44,23%	-44,63%
%EBIT	18,72%	17,37%	16,00%	15,89%
%EBITDA	23,80%	22,88%	20,47%	20,14%

Fonte: Própria autora

Tabela 4: Indicadores Localiza

4.4 Tópico Locação de Galpões e Equip. P/ Indústria S.A

Diferentemente das demais empresas, a Tópico possuía uma dívida que correspondia a 54,5% dos seus empréstimos em 2015 no curto prazo, conforme demonstrado no Anexo 9.5 na Tabela 14, e se manteve nessa condição em 2016, porém com redução de saldo em 17,3%. Somente em 2017 houve o alongamento da dívida e amortização de parte relevante do valor, que reduziu a representatividade dos empréstimos para 32,8% com reclassificação de 25,6% no longo prazo. Em 2018 o total da dívida de Longo Prazo reduziu em 25,2% demonstrando estabilidade.

O %KD paga pela empresa teve seu maior índice em 2016 e correspondia a 22% e em 2018, com a mudança no perfil da dívida, o custo reduziu para 13% conforme dados apresentados na Tabela 5 abaixo. Esta alteração de perfil teve reflexo positivo no indicador de Endividamento Geral da companhia que apresentou redução de 62% em 2018 comparado a 2015. Adicionalmente, à medida que a empresa diminui o capital de terceiros nos investimentos, nota-se crescimento nos investimentos de capital próprio realizados no Patrimônio Líquido de 71% em 2018 em relação a 2015. Conseqüentemente, o ROE também aumentou e encerrou 2018 com retorno de 7,1%. Inicialmente pode parecer um resultado medíocre, porém em 2015 e 2016 o ROE obtido foi negativo.

Essa estratégia de diversificação dos investimentos adotada pela empresa impactou positivamente os indicadores de retorno sobre investimentos. Olhando pelo prisma do Lucro Antes dos Impostos, o ROI em 2015 foi desfavorável e indicava perda de rentabilidade de -5% e em 2018 com a mudança de estratégia foi possível observar que a rentabilidade dos investimentos passou a ser positiva em 10,4%, o que pode ser explicado pelo fato deste indicador desconsiderar os passivos de curto prazo. Sob a perspectiva do ROCE, cuja diferença está em desconsiderar em seu numerador o resultado financeiro, a empresa obteve um efeito contrário ao ROI. Em 2015 o retorno medido pelo ROCE foi positivo em 15,8% e, quando comparado com o retorno de 2018, houve redução de 15,8%, mas ainda se manteve satisfatório com rentabilidade de 13,3%, comprovando a relevância do impacto que o resultado financeiro tem em relação ao tipo de negócio estudado. Se refinarmos ainda mais a análise e forem considerados como investimento somente os ativos genuinamente operacionais, ou seja, aqueles diretamente relacionados com os negócios da empresa que podem ser medidos pelo ROIC, constatou-se um crescimento de 86% na rentabilidade, saindo de 7% em 2015 para 13% em 2018. Resultado este que pode ser corroborado pelo índice GAF que mede o desempenho dos empréstimos em relação a rentabilidade geral da empresa, que em 2015 foi de -0,64 e no último período apresentou reversão e alcança 0,58 de alavancagem.

A produtividade dos Ativos da empresa medida pelo ROA demonstrou tendência de crescimento no decorrer dos períodos analisados, isto é, em 2015 a rentabilidade foi de 6,33% e 2018 apontou aumento de 81,4% com retorno de 11,5%. Essa melhora de resultado pode ser explicada pela inversão do percentual de participação do Patrimônio Líquido e do Exigível no Ativo Total, no qual o Exigível reduziu sua participação em 52,5% e o Patrimônio Líquido aumentou em 71% na comparação entre os períodos de 2015 e 2018. Assim como as demais empresas analisadas, a Tópico possuía alta concentração de bens em Ativos Não Circulantes, equivalente a 80% do Ativo Total, dos quais cerca de 55% estão reunidos no imobilizado. Contudo, o imobilizado reduziu 10% no último ano em relação a 2015 e isso, em conjunto com o crescimento do Patrimônio Líquido, fez com que o índice ICP reduzisse em 47%, o que poderia significar redução da capacidade operacional da empresa. Entretanto, essa provável diminuição operacional pode ter sido responsável pela evolução do RSAO que apresentou em 2018 o valor de 12,4%.

	2015	2016	2017	2018
RSAO	6,72%	3,30%	11,62%	12,34%
ROE	-4,30%	-10,04%	5,84%	7,14%
ROA	6,33%	3,08%	10,94%	11,48%
ROCE	15,80%	6,28%	12,31%	13,31%
ROI	-4,94%	-12,15%	6,46%	10,35%
ROIC	7,02%	3,45%	12,50%	13,06%
PAPT	59,53%	55,99%	54,95%	54,17%
PETAT	60,88%	51,61%	38,63%	33,10%
PPLAT	39,12%	48,39%	61,37%	66,90%
ICP	1,52	1,16	0,90	0,81
EG	1,56	1,07	0,63	0,49
GAF	-0,64	-3,04	0,50	0,58
%KD	16,79%	21,94%	18,00%	12,54%
%FFO	-6,42%	-9,17%	15,37%	24,19%
%EBIT	12,72%	6,80%	25,44%	28,58%
%EBITDA	28,95%	26,37%	44,87%	50,03%

Fonte: Própria autora

Tabela 5: Indicadores Tópico

5 ANÁLISE MACRO DOS INDICADORES PARA O PERFIL DE NEGÓCIO

Analisar os resultados dos indicadores aplicados nas empresas é muito importante, pois permite visualizar as condições gerais dessas organizações e entender melhor o tipo de negócio. No entanto, os indicadores por si só trazem inúmeras respostas quanto à situação econômica e financeira da empresa, mas uma análise mais concisa envolve a comparabilidade com outras empresas. Mais do que conhecê-las individualmente, é necessário avaliar o comportamento dessas empresas comparativamente e seu desempenho no decorrer dos períodos estudados. Com o objetivo de facilitar a compreensão dos resultados, estas análises foram classificadas em dois grupos: análise dinâmica e análise estática de resultados. As análises dinâmicas são aquelas que relacionam os dados entre períodos diferentes e as análises estáticas são aquelas que confrontam a situação das empresas em uma mesma data. Comparar as quatro empresas estudadas em cada ano tem como objetivo verificar se existe coerência no comportamento dos resultados obtidos com cada indicador e verificar possíveis distorções entre padrões.

5.1 Análise comparativa de resultados dinâmicos

A observação do comportamento dos indicadores foi realizada através do uso de gráficos para facilitar a interpretação das variações ocorridas nos períodos. Para a análise comparativa de resultados estáticos foram elaborados quatro gráficos, sendo um para cada empresa e compostos pelos quatro períodos estudados. As análises serão realizadas seguindo a ordem de apresentação das empresas utilizada anteriormente.

Considerando os resultados obtidos pela BR Malls, no que se refere a estrutura de capital da empresa, conforme demonstrado no Gráfico 1, não houve mudança significativa na participação dos capitais de terceiros e próprio nos dois primeiros anos, somente em 2017 nota-se um aumento na participação dos sócios que resultou na diminuição do custo da dívida e esta tendência se mantém no ano seguinte. A empresa demonstrou estagnação e não obteve rentabilidade satisfatória nos quatro períodos. O retorno foi satisfatório apenas para os indicadores de geração de caixa operacional, o que comprova a falta de aderência desses indicadores ao negócio ao desconsiderar o impacto do Resultado Financeiro nas Demonstrações de Resultado do Exercício. Somente em 2015 o %FFO que obteve resultado negativo.

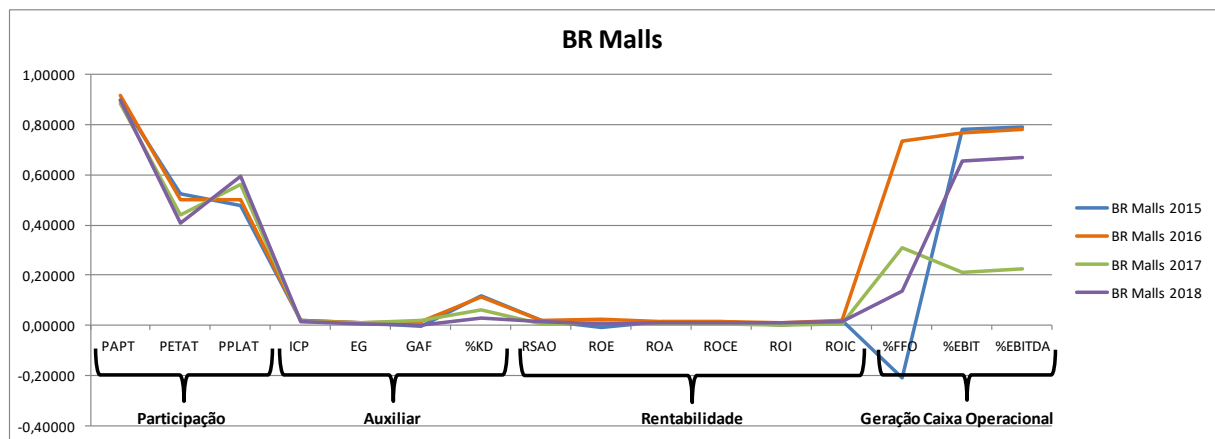


Gráfico 1: Análise Dinâmica - BR Malls Participações S.A.

No decorrer dos anos analisados o que mais chama atenção na comparação entre os indicadores é a deterioração da rentabilidade da Mills constatada no Gráfico 2, com o agravante de que o %EBITDA, que nos dois primeiros anos obteve resultado positivo. Em 2017 notou-se que o resultado apurado é negativo, mas se equaliza aos indicadores de rentabilidade em 2018 tornando-se tão insatisfatório quanto os demais.

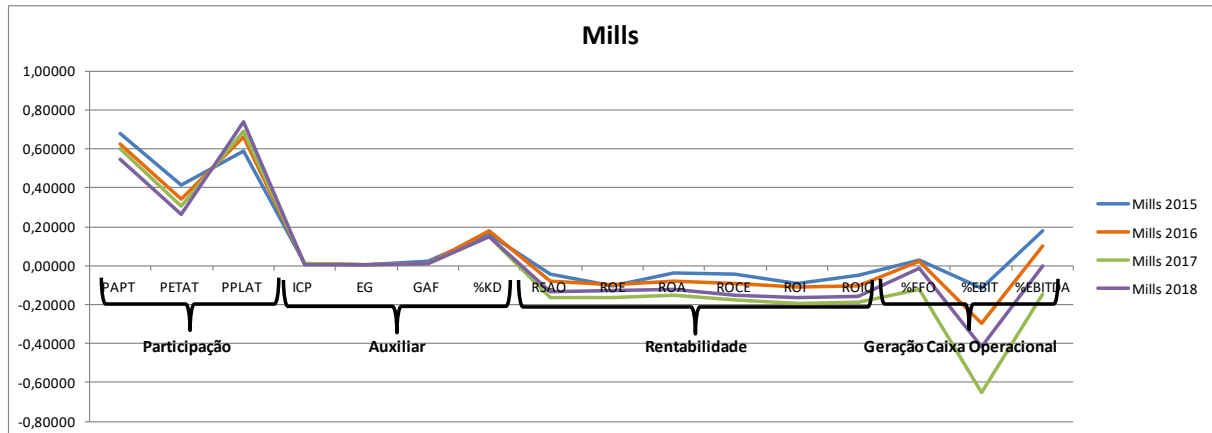


Gráfico 2: Análise Dinâmica - Mills Estruturas e Serviços de Engenharia S.A.

Conforme visualizado no Gráfico 3, os resultados da Localiza, ao contrário do que foi observado na comparação da empresa Mills, são satisfatórios. Os indicadores de rentabilidade são positivos, sem apresentar oscilações relevantes no transcorrer dos anos. Adicionalmente, observa-se que há consonância entre os indicadores de geração de caixa operacional e os de rentabilidade, com exceção do indicador %FFO, visto que o cálculo desconsidera a Receita de Vendas de Automóveis, feita pela empresa com a finalidade de renovação de frotas, que representa pouco menos que 60% da Receita Total em 2018, impactando negativamente seu resultado e demonstrando a falta aderência ao negócio. No entanto, um fator importante a ser considerado é que, apesar dos bons resultados, a empresa não apresenta indícios de crescimento de rentabilidade, o que poderia explicar de aquisição das operações da empresa Hertz no Brasil em 2017 como estratégia de crescimento e continuidade dos negócios.

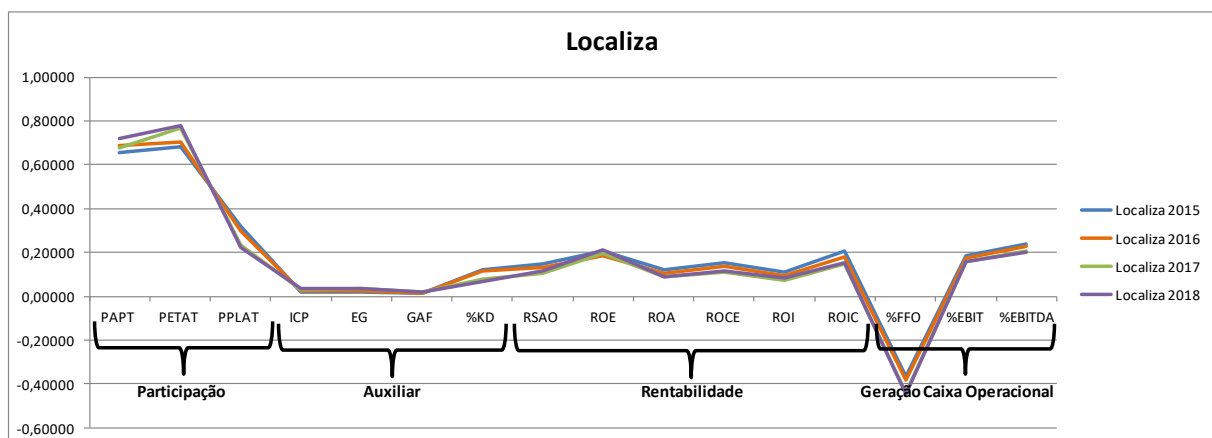


Gráfico 3: Análise Dinâmica - Localiza Rent a Car S.A.

É possível observar que houve uma importante mudança na estrutura de capital da empresa Tópico demonstrada pelos indicadores de participação no ativo. Esta alteração não surtiu efeito sobre o custo da dívida, mas ajudou a melhorar significativamente os índices de rentabilidade da companhia, sobretudo dos indicadores ROE e ROI. Adicionalmente, em 2018 os índices de geração de caixa operacional melhoraram consideravelmente em relação aos dois períodos anteriores, mas é visível a disparidade em relação aos indicadores de rentabilidade.

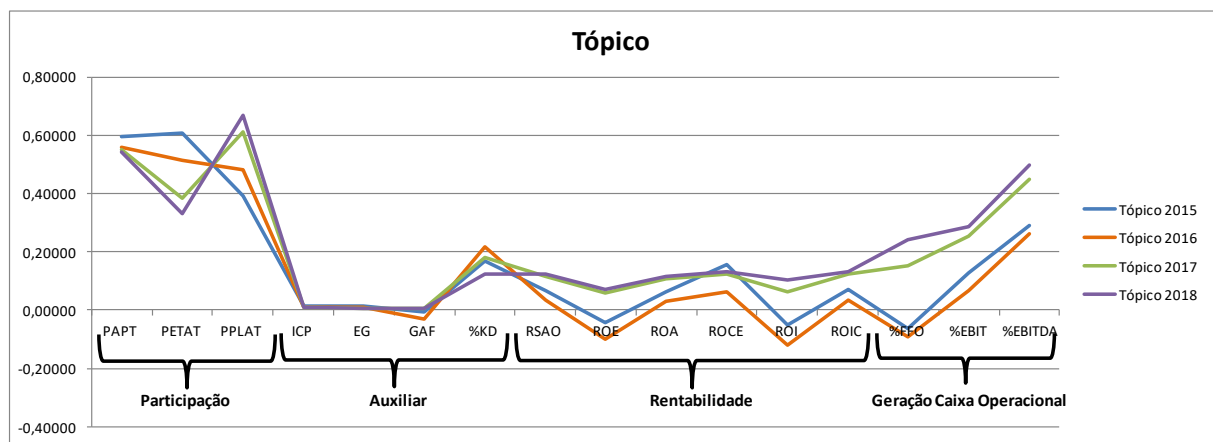


Gráfico 4: Análise Dinâmica - Tópico Locação de Galpões e Equip. P/ Indústria S.A.

5.2 Análise comparativa de resultados estáticos

A observação do comportamento dos indicadores foi feita através do uso de gráficos para facilitar a interpretação das variações, seguindo o mesmo padrão de análise utilizada nos resultados dinâmicos. Para a análise comparativa de resultados estáticos foram elaborados quatro gráficos, sendo um para cada ano e compostos pelas quatro empresas. Primeiramente é importante destacar que o padrão de comportamento demonstrado nos gráficos que serão apresentados na sequência confirma a similaridade de que existe entre as empresas no que diz respeito ao modelo de negócio, apesar de atuarem em mercados distintos e não concorrerem diretamente entre si. As análises serão realizadas em ordem cronológica, a começar por 2015.

A importância dos ativos na composição do capital dessas empresas é ratificada pelos indicadores de participação no ativo e constatou-se que existem alternâncias apenas na origem dos investimentos, sendo que a Localiza e a Tópico possuem maior participação de capital de terceiros em relação a BR Malls e a Mills que optam por utilizarem capital próprio. No que tange os indicadores de rentabilidade, a empresa Localiza foi a que obteve melhores resultados no período, equiparando-se com a Tópico apenas

no indicador ROCE. Em contrapartida, o índice de %FFO da Mills foi o que obteve melhor resultado entre as empresas. Ainda assim, todas as empresas apresentaram melhor desempenho no indicador %EBITDA.

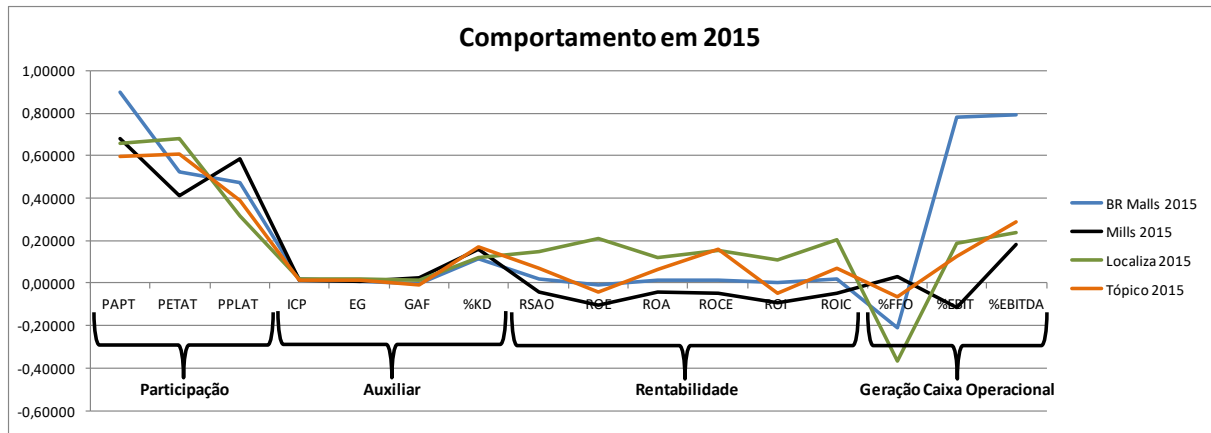


Gráfico 5: Análise Estática – Ano 2015

De modo geral, ao analisar o desempenho coletivo das empresas em 2016, nota-se que os indicadores comportaram-se de modo semelhante ao ano anterior e sem grandes oscilações. Isso pode ser explicado pela retração econômica brasileira que teve início em 2015 e manteve-se em 2016 onde, pela primeira vez desde 1996, todos os setores da economia registraram taxas negativas de crescimento (IBGE). O cenário econômico brasileiro ruim combinado ao baixo nível de investimentos realizados nos dois períodos pode explicar o desempenho insatisfatório dos indicadores de rentabilidade das empresas objeto de estudo deste artigo, uma vez que este modelo de negócio depende do crescimento da capacidade produtiva de seus clientes para que possam prosperar.

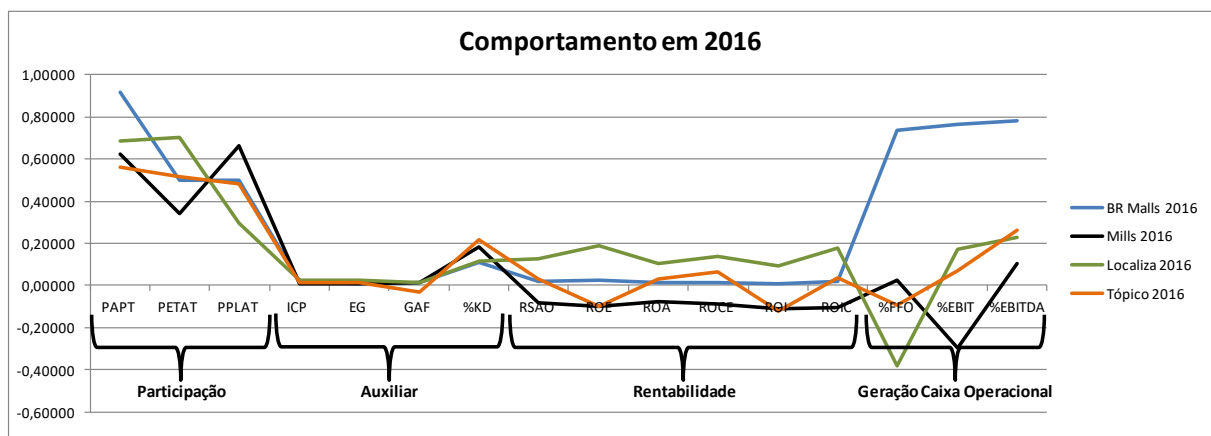


Gráfico 6: Análise Estática – Ano 2016

Após dois anos seguidos de retração, em 2017 a economia brasileira apresentou recuperação e o PIB (Produto Interno Bruto) alcançou o índice de 1,0% de crescimento (IBGE). Apesar da melhoria nas perspectivas, o avanço econômico apresentado demonstrou-se inexpressivo e ainda não foi o suficiente para impactar o comportamento dos indicadores em relação aos períodos anteriores. Entretanto, nota-se que apesar da queda na taxa de juros, com exceção da Localiza, houve redução da participação de capital de terceiros no ativo e, conseqüentemente, aumento da participação de capital próprio e, inusitadamente, a empresa que obteve a melhor rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido foi a Localiza. Os indicadores de rentabilidade da Mills mostraram-se ainda mais insatisfatórios em 2017 comparados ao desempenho das demais empresas, incluindo no %EBITDA. Como consequência da substituição do corpo diretivo e da mudança na estratégia organizacional em 2017, os indicadores de rentabilidade da Tópico alcançaram o mesmo patamar de retorno apresentados pela Localiza, que até o momento havia sido a empresa com o melhor desempenho entre as analisadas, com destaque aos indicadores de geração de caixa operacional.

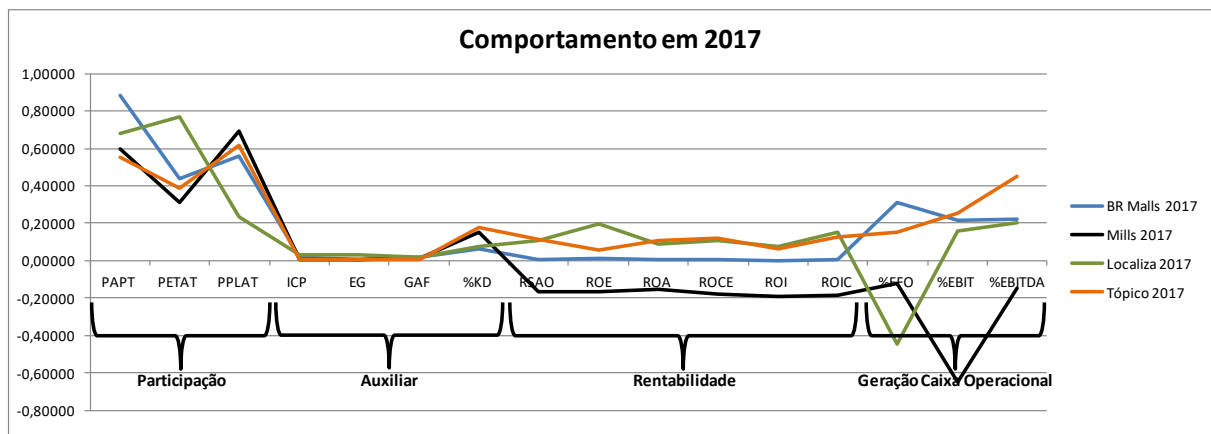


Gráfico 7: Análise Estática – Ano 2017

O ano de 2018 foi marcado por uma recuperação lenta da economia brasileira, no qual Produto Interno Bruto (PIB) cresceu apenas 1,1% com previsões ao longo do ano revisadas seguidamente para baixo. Apesar do relativo insucesso econômico, o resultado veio dentro do esperado por boa parte do mercado e representou a segunda alta anual consecutiva após dois anos de retração (IBGE). Em 2018, dado o cenário econômico desfavorável para investimentos devido as incertezas políticas, os indicadores de modo geral mantiveram-se estáveis para as quatro empresas analisadas e apresentaram comportamento similar ao ano anterior, com crescimento significativo apenas nos índices de Geração de Caixa Operacional das empresas BR Malls e Tópico, principalmente no %EBITDA.

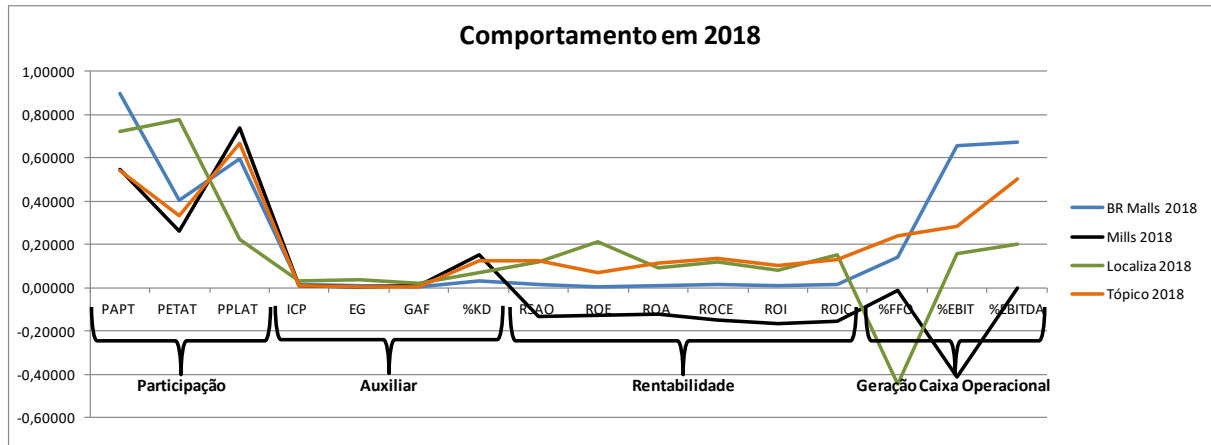


Gráfico 8: Análise Estática – Ano 2018

6 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS POR CORRELAÇÃO

Segundo COSTA (2012), a Correlação é um método estatístico utilizado para mensurar o grau de relacionamento entre variáveis aleatórias, cujo resultado está contido em um intervalo de -1 até 1. Em outras palavras, se as variáveis forem independentes, ou seja, se uma não tiver influência sobre a outra, o resultado será igual ou próximo à zero, indicando inexistência de correlação entre as variáveis. No entanto, se as variáveis possuírem alto grau de relacionamento entre si e moverem-se na mesma direção a correlação obtida será próxima 1. Se o resultado obtido for próximo de -1, indica que as variáveis possuem alto relacionamento, mas em direções opostas.

Fórmula 15: Coeficiente de Relação

$$r = \frac{(\sum XY) - (\sum X) \cdot (\sum Y) / n}{\sqrt{(\sum X^2 - (\sum X)^2 / n) \cdot (\sum Y^2 - (\sum Y)^2 / n)}}$$

Onde X e Y representam sequencias de valores para os indicadores demonstrados na Tabela 7.

Para reforçar o estudo realizado foi avaliado o grau de relacionamento entre os indicadores apresentados com o objetivo de entender o quanto um interfere no resultado do outro utilizando a técnica estatística de Correlação como ferramenta de análise e os resultados obtidos foram dispostos na Tabela 7 que será demonstrada a seguir. Para facilitar a interpretação das variações os resultados obtidos foram classificados conforme os intervalos abaixo:

	Intensidade	Classificação
	Alta Correlação Positiva	Maior que 0,6
	Alta Correlação Negativa	Menor que -0,6
	Baixa Correlação Positiva	Entre 0,6 e 0,25
	Baixa Correlação Negativa	Entre -0,6 e -0,25
	Correlação Nula	De -0,25 até 0,25

Fonte: Própria autora

Tabela 6: Classificação de Correlação

Os resultados obtidos com a correlação dos indicadores estão demonstrados na tabela abaixo:

		Participação			Auxiliar				Rentabilidade						Ger. Caixa Oper.		
		PAPT	PETAT	PPLAT	ICP	EG	GAF	%KD	RSAO	ROE	ROA	ROCE	ROI	ROIC	%FFO	%EBIT	%EBITDA
Participação	PAPT	1															
	PETAT	0,18945	1														
	PPLAT	-0,18945	-1,00000	1													
Auxiliar	ICP	0,40585	0,92380	-0,92380	1												
	EG	0,08179	0,95254	-0,95254	0,94220	1											
	GAF	0,23974	0,09711	-0,09711	0,30302	0,22726	1										
	%KD	-0,70635	-0,31979	0,31979	-0,58048	-0,37420	-0,48240	1									
Rentabilidade	RSAO	0,02081	0,69988	-0,69988	0,56564	0,62221	-0,02670	-0,24209	1								
	ROE	0,16665	0,78644	-0,78643	0,79369	0,80484	0,33972	-0,52043	0,86243	1							
	ROA	0,00907	0,66198	-0,66197	0,51982	0,57729	-0,06035	-0,21741	0,99764	0,83120	1						
	ROCE	-0,04400	0,69772	-0,69772	0,51240	0,59431	-0,14007	-0,14668	0,97691	0,77345	0,98083	1					
	ROI	0,23281	0,60584	-0,60584	0,60254	0,57411	0,26753	-0,50721	0,91628	0,92829	0,90544	0,83199	1				
	ROIC	0,02670	0,75208	-0,75208	0,62294	0,68296	0,02203	-0,27212	0,99335	0,90081	0,98408	0,96221	0,91939	1			
Ger. Caixa Oper.	%FFO	0,29337	-0,60199	0,60199	-0,52445	-0,68096	0,00466	0,01976	-0,25854	-0,40684	-0,21520	-0,25106	-0,16169	-0,32934	1		
	%EBIT	0,68741	0,33174	-0,33174	0,37727	0,16854	-0,13615	-0,47413	0,57042	0,44320	0,58412	0,53267	0,63259	0,53314	0,28261	1	
	%EBITDA	0,60368	0,07629	-0,07629	0,12484	-0,08229	-0,22601	-0,30980	0,40139	0,21981	0,42693	0,37170	0,46892	0,34389	0,43952	0,95025	1

Fonte: Própria autora

Tabela 7: Análise Estatística de Correlação

De modo geral, a Tabela 7 de correlação corroborou com a hipótese apresentada anteriormente sobre a falta de aderência do %EBITDA ao tipo de negócio estudado, uma vez que os resultados de correlação com os demais indicadores foram, em sua maioria, de baixa para nula correlação. Conforme

apontado nas análises comparativas anteriores, os resultados de desempenho obtidos com este indicador destoaram dos demais indicadores estudados.

Partindo do pressuposto de que o capital investido pelos acionistas costuma ser mais caro para a o negócio do que o capital obtido através de financiamentos por conta do custo de oportunidade exigido pelos sócios, é possível observar que o comportamento do indicador PETAT em relação aos indicadores do grupo de rentabilidade possuem alta correlação positiva, ou seja, quanto maior a variação dos investimentos com capital terceiros dessas empresas, maior será a influência na variação do retorno desses investimentos. O PPLAT, por consequência, demonstrou comportamento inverso, sendo que quanto maior o investimento com capital próprio, menor será o retorno dos indicadores de rentabilidade.

Outro dado importante é em relação ao resultado obtido com o indicador ICP que apresentou alta correlação positiva em relação aos indicadores de rentabilidade. Este resultado demonstra que o capital investido pelos sócios, quando devidamente empregado no Ativo Permanente, pode influenciar positivamente a rentabilidade do negócio ao contrário do observado com o PPLAT que leva em consideração todos os ativos da empresa, indicando que os ativos de curto e médio prazo podem estar sendo mal geridos e consomem boa parte da rentabilidade dessas empresas. Isso pode ser explicado pelo alto custo de manutenção de gerenciamento dos ativos mantidos para locação.

O resultado de correlação nula do PAPT em relação aos indicadores de rentabilidade indica que os investimentos realizados com a finalidade de aumentar a capacidade de geração de receita através do aumento dos Ativos Permanentes mantidos para locação necessariamente não é garantia de melhoria de rentabilidade para o negócio. Em contrapartida, o PAPT demonstrou ter alta correlação positiva ao indicador %EBITDA, ou seja, quanto maior a participação dos Ativos Permanentes, maior a capacidade de geração de caixa operacional.

7 DEFINIÇÃO DO CRITÉRIO MAIS ADEQUADO PARA AVALIAÇÃO

Após analisar os indicadores existentes e sua aplicabilidade nos resultados das empresas estudadas, foi possível notar que estes indicadores não contemplam todas as variáveis que são importantes para medir

o retorno dos investimentos realizados nesse tipo de negócio. Entretanto, alguns possuem maior aderência e podem ter sua estrutura adaptada e, desta forma, suprirem tais necessidades. Avaliar o retorno do tipo de negócio examinado, dada a sua complexidade, utilizando-se apenas de um indicador isoladamente, mesmo que ajustado, acaba não sendo satisfatório e se faz necessária a comparação entre indicadores que possam se complementar.

Dentre os indicadores estudados, aqueles que possuem em sua composição os elementos necessários para avaliação do modelo de negócio sugerido e se aproximam do desejado são os indicadores ROA e ROIC. O ROA mede em porcentagem a eficiência da administração na obtenção de retorno aos investidores com seus ativos totais. Se o produto apresentado for um baixo índice de retorno sobre o ativo, sua capacidade de geração de receita operacional será insuficiente e poderá comprometer o lucro líquido esperado. Por sua vez, o ROIC mede a capacidade da empresa de gerar resultados a partir do capital investido, levando em consideração o capital próprio e o de terceiros, desconsiderando eventos temporários. Quanto maior o índice obtido, melhor para a empresa, pois maior será o potencial de geração de lucro a partir do seu patrimônio e da sua dívida líquida, informando a taxa de retorno obtida pelo processo operacional.

A melhor indicação da eficiência de uma empresa ocorre quando há um alto índice ROA e, conseqüentemente, um ROIC elevado. Considerando os resultados apresentados para estes indicadores, é possível observar na Tabela 8 que entre as empresas analisadas a Localiza demonstrou ser a que melhor faz gestão dos seus recursos seguindo os critérios indicados, seguida da Tópico que demonstrou recuperação em 2017. Em contrapartida, a Mills obteve resultados negativos tendência de redução em 2017 comparado com 2015.

	2015		2016		2017		2018	
	ROA	ROIC	ROA	ROIC	ROA	ROIC	ROA	ROIC
BR Malls	1,36%	1,85%	1,29%	1,73%	0,37%	0,48%	1,17%	1,55%
Mills	-4,00%	-4,85%	-7,82%	-10,57%	-15,44%	-18,62%	-12,46%	-15,63%
Localiza	12,01%	20,57%	10,40%	17,97%	9,32%	16,09%	8,97%	15,05%
Tópico	6,33%	7,02%	3,08%	3,45%	10,94%	12,50%	11,48%	13,06%

Fonte: Própria autora

Tabela 8: Comparação ROA e ROIC

Ainda assim, estes dois indicadores possuem imperfeições. Ambos utilizam como numerador o lucro operacional (EBIT) que é a subtração do resultado financeiro do Lucro Antes dos Impostos, isto é, as despesas financeiras provenientes do alto grau de endividamento são desconsideradas do resultado e o produto obtido acaba sendo superestimado. O ROA tem como denominador o Ativo Total e, apesar dessas empresas possuírem a maior parte de seus ativos no permanente, é importante ater-se apenas no que é relevante. Para adequar os indicadores às necessidades do estudo e obter a real rentabilidade das empresas analisadas através de uma análise gerencial, os indicadores selecionados tiveram sua composição ajustada ao modelo de negócio. O numerador foi alterado para a subtração das Receitas Financeira do resultado do Lucro Antes dos Impostos. O ROA sofreu alteração também em seu denominador e passou a considerar apenas o Ativo Permanente. As fórmulas ajustadas ficaram da seguinte forma:

Fórmula 16: ROA Ajustado

$$ROA^1 = \frac{\text{Lucro Antes dos Impostos} - \text{Receitas Financeiras}}{\text{Ativo Permanente}}$$

Fórmula 17: ROIC Ajustado

$$ROIC^1 = \frac{\text{Lucro Antes dos Impostos} - \text{Receitas Financeiras}}{\text{Empréstimos CP} + \text{Empréstimos LP} + \text{PL} - \text{Disponível}}$$

Os indicadores ajustados foram calculados com base nas mesmas demonstrações de resultado das empresas em estudo e comparados com os indicadores padrão. Inicialmente é possível observar nas tabelas a seguir, o impacto que a alteração realizada nos indicadores causou ao resultado que, ao contrário do esperado, mostraram-se distantes dos resultados iniciais.

Conforme observado na Tabela 9, a BR Malls apresentou como resultado de ROA padrão rentabilidade baixa, mas ainda positiva para os três períodos. Em compensação, o ROA¹ ajustado negativo evidenciou o forte impacto das despesas financeiras na rentabilidade da empresa e indica uma possível necessidade da empresa de reavaliar o custo da dívida que possui com terceiros. O resultado obtido pela Mills com o ROA padrão não foi satisfatório em nenhum dos períodos e se prejudica mais quando avaliada pelo ROA¹ ajustado. Ao contrário das empresas anteriores, a Localiza obteve para o ROA¹ ajustado resultado reduzido em comparação com o ROA padrão, mas ainda satisfatório, além de permanecer

estável nos anos de 2017 e 2018 mantendo-se em torno de 7%. Finalmente, a Tópico apresentou nos anos de 2015 e 2016 o ROA padrão com rentabilidade baixa, mas ainda positiva e o ROA¹ ajustado foi negativo com agravamento em 2016. Em 2017, a diferença entre eles é de apenas 1,8 pontos percentuais e indica melhoria na gestão estratégica dos negócios, uma vez que a rentabilidade alcançada em 2018 foi a melhor entre as empresas.

	2015		2016		2017		2018	
	ROA	ROA ¹	ROA	ROA ¹	ROA	ROA ¹	ROA	ROA ¹
BR Malls	1,36%	-1,89%	1,29%	-1,62%	0,37%	-0,98%	1,17%	0,77%
Mills	-4,00%	-14,89%	-7,82%	-21,28%	-15,44%	-31,98%	-12,46%	-27,65%
Localiza	12,01%	9,10%	10,40%	6,38%	9,32%	7,02%	8,97%	7,10%
Tópico	6,33%	-4,87%	3,08%	-12,17%	10,94%	9,18%	11,48%	15,15%

Fonte: Própria autora

Tabela 9: Comparação ROA¹ Ajustado

Em relação ao ROIC demonstrado na Tabela 10, as empresas apresentaram comportamento semelhante ao demonstrado nos cálculos do ROA, fato que corrobora com a relevância de serem consideradas as despesas financeiras para cálculo de rentabilidade no modelo de negócio apresentado.

	2015		2016		2017		2018	
	ROIC	ROIC ¹	ROIC	ROIC ¹	ROIC	ROIC ¹	ROIC	ROIC ¹
BR Malls	1,85%	-2,30%	1,73%	-1,98%	0,48%	-1,14%	1,55%	0,92%
Mills	-4,85%	-12,26%	-10,57%	-17,89%	-18,62%	-23,09%	-15,63%	-19,00%
Localiza	20,57%	10,22%	17,97%	7,59%	16,09%	8,19%	15,05%	8,61%
Tópico	7,02%	-3,22%	3,45%	-7,62%	12,50%	5,76%	13,06%	9,33%

Fonte: Própria autora

Tabela 10: Comparação ROIC¹ Ajustado

Após o entendimento dos indicadores e seu comportamento no resultado das empresas objetos de pesquisa, recomendou-se o uso dos indicadores ROA e ROIC com ajustes em sua composição com o objetivo de adequá-los a singularidade do modelo de negócio em estudo. Os resultados obtidos em comparação com o %EBITDA foram demonstrados na Tabela 11. Constatou-se que as empresas Tópico, BR Mall e Mills, apesar de seus ativos não serem produtivos e os investimentos realizados demonstrarem ser ineficientes de acordo com os índices de ROA¹ e ROIC¹, o %EBITDA aponta em direção contrária. Somente em 2017 que o %EBITDA da Mills acompanhou o resultado dos outros dois indicadores com resultado igualmente negativo e a Tópico passou a obter produtividade em seus ativos, demonstrando

pelo resultado do ROA¹, mas ainda com %EBITDA superior aos anos anteriores. Em contrapartida, a Localiza obteve boa rentabilidade nos três indicadores comparados, mas o %EBITDA alcançou um índice elevado em comparação aos demais.

Empresa	ANO	ROA ¹	ROIC ¹	%EBITDA
BR Malls	2015	-1,89%	-2,30%	79,04%
	2016	-1,62%	-1,98%	78,07%
	2017	-0,98%	-1,14%	22,51%
	2018	0,77%	0,92%	67,10%
Mills	2015	-14,89%	-12,26%	18,06%
	2016	-21,28%	-17,89%	10,31%
	2017	-31,98%	-23,09%	-14,85%
	2018	-27,65%	-19,00%	0,09%
Localiza	2015	9,10%	10,22%	23,80%
	2016	6,38%	7,59%	22,88%
	2017	7,02%	8,19%	21,69%
	2018	7,10%	8,61%	20,14%
Tópico	2015	-4,87%	-3,22%	28,95%
	2016	-12,17%	-7,62%	26,37%
	2017	9,18%	5,76%	44,87%
	2018	15,15%	9,33%	50,03%

Fonte: Própria autora

Tabela 11: Comparação %EBITDA e Indicadores Ajustados

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para o modelo de negócio estudado, conforme explicado no início deste artigo, os Ativos Permanentes são ao mesmo tempo os responsáveis pela geração de receita dessas empresas e sofrem depreciação e amortização, além de suas atividades serem dependentes de financiamentos e terem seu resultado impactado por despesas financeiras elevadas. Em outras palavras, o EBITDA além de não atender a finalidade a que se destina por desconsiderar esses fatores na sua composição, não proporciona indicações adequadas para que os gestores possam se posicionar no gerenciamento das empresas, uma vez que este indicador não reflete a produtividade dos ativos que são mantidos para locação e não indica a rentabilidade obtida com o financiamento de aquisição desses bens.

A melhor forma de avaliar essas companhias seria a utilização de indicadores que levem em consideração tais impactos em sua composição, uma vez que estes podem ser grandes ofensores para

um bom desempenho operacional. Constatou-se através do estudo realizado que nenhum indicador por si só consegue demonstrar com exatidão a real situação da empresa e por isso o ideal seria utilizar indicadores que possam se complementar. Logo, a sugestão apresentada foi a combinação do uso dos indicadores ROA e ROIC, por contemplarem em seus denominadores os itens relevantes que precisam ser mensurados com confiabilidade para o perfil de negócio estudado, que são os ativos e o capital investido. Ainda assim, os indicadores possuem imperfeições e não seria possível contemplar todos os aspectos do negócio e, por conta disso, foi recomendada sua utilização com ajustes. Ambos os indicadores tiveram seu numerador alterado, sendo subtraídas as Receitas Financeiras do Lucro Antes dos Impostos e o ROA passa a considerar em seu denominador apenas o Ativo Permanente.

Recomenda-se a realização de uma análise gerencial de retorno sobre investimentos através da combinação do EBITDA e os resultados obtidos com os indicadores sugeridos e seus ajustes, principalmente para as empresas que não podem deixar de utilizar o EBITDA por motivos de regulamentação ou gestão corporativa. Outro ponto importante seria o de buscar entender o motivo pelo qual os ativos de curto e médio prazo, conforme apresentado na análise de correlação, podem ser os principais responsáveis por consumir boa parte da rentabilidade dessas empresas e tentar garantir que os investimentos realizados sejam corretamente aplicados e gerem crescimento no retorno esperado pelos acionista e, conseqüentemente, distribuição de lucros.

Adicionalmente, o estudo apresentado deve ser entendido como um alerta aos gestores de empresas que possuam o mesmo perfil de negócio, uma vez que não há intenção de generalizar o resultado desta pesquisa e a utilização do EBITDA em algum outro segmento da economia pode mostrar-se apropriada e capaz de atender a finalidade a qual se propõe.

9 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. – 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**.- 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

CARNEIRO, Jorge; SILVA, Jorge Ferreira da. Medidas contábeis-financeiras como indicadores de desempenho organizacional: Análise crítica de sua conceituação e operacionalização. *eGesta Revista eletrônica de Gestão de Negócios*, v. 6, n. 3, p. 31-68, ago. 2010.

COSTA, Giovani Glaucio de Oliveira. **Curso de estatística inferencial e probabilidades: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2012.

DIAZ, Fábio Paniza. *EBITDA – “Uma visão crítica”*. 2002. 33 p. Dissertação (Mestrado em Administração) EAESP/FGV. São Paulo.

FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson Braga de. EBITDA: Possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 07-24, dez. 2007.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. <https://www.ibge.gov.br>. Acesso em 02 dez. 2018.

INVESTING ANSWERS. <https://investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/funds-operations-ffo-813>. Acesso em: 02 dez. 2018.

MALVESSI, Oscar; CALIL, José Francisco. Uma análise crítica da utilização do EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) como ferramenta de avaliação do desempenho da empresa. *Revista de Finanças e Contabilidade da Unimep – REFICONT*, v. 1, n. 1, p. 84-93, dez. 2014.

PADOVEZE, Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. – 3ª ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

ROCHA, André. (2012) Alternativa ao tradicional investimento em cimento e tijolo.

<https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2598964/alternativa-ao-tradicional-investimento-em-cimento-e-tijolo>. Acesso em: 02 dez. 2018.

SESI PR, Serviço Social da Indústria. Departamento Regional do Estado do Paraná. **Construção e Análise de Indicadores**. – Curitiba: [s.n.], 20

10 ANEXOS

10.1 Anexo I: Demonstrações Financeiras BR Malls

ATIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	PASSIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
ATIVO CIRCULANTE	5.473,7	4.164,0	8.074,7	6.303,8	PASSIVO CIRCULANTE	5.266,0	3.224,0	5.663,0	3.176,6
Disponível	135,4	100,7	134,7	90,2	Empr. e Financ. CP	3.063,2	2.376,7	4.183,9	1.778,9
Contas a Receber	1.568,2	1.629,6	1.626,1	1.033,5	Fornecedores	239,9	158,9	151,2	174,8
Títulos Mobiliários	2.403,6	1.932,3	5.248,6	4.748,5	Salários e Encargos	392,1	339,0	308,8	407,3
Despesas Antecipadas	104,6	103,7	101,3	120,5	Instrumentos Derivativos	828,9	78,2	634,4	20,1
Outros	1.262,0	397,8	964,1	311,1	Dividendos a Pagar	423,5	41,0	123,1	128,2
					Outros	318,5	230,1	261,7	667,4
ATIVO NÃO CIRCULANTE	77.850,6	77.427,3	69.918,5	64.912,4	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	38.429,7	37.641,4	28.716,1	25.698,8
Realizável a LP	3.184,5	2.789,7	906,1	836,4	Empr. e Financ. LP	18.804,4	17.866,4	11.738,6	9.802,8
Investimentos	74.416,4	74.344,2	68.688,6	63.715,0	Impostos Diferidos	16.265,0	16.453,9	14.119,3	12.944,5
Imobilizado	45,0	43,7	43,6	54,8	Instrumentos Derivativos	1.556,2	1.442,1	113,4	66,4
Intangível	204,6	249,7	280,2	306,2	Obrigações por Aquisição	941,3	1.084,2	2.019,4	2.442,6
					Outros	862,7	794,9	725,5	442,4
					PATRIMÔNIO LÍQUIDO	39.628,5	40.725,9	43.614,1	42.340,7
					Capital Social	17.522,0	25.921,8	38.433,5	41.595,2
					Reservas de Lucros	19.127,1	11.879,8	3.193,9	-778,4
					Particip. Não Controladores	2.979,4	2.924,3	1.986,7	1.524,0
TOTAL DO ATIVO	83.324,2	81.591,3	77.993,2	71.216,2	TOTAL DO PASSIVO	83.324,2	81.591,3	77.993,2	71.216,2

Fonte: BR Malls

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.
Milhares de Reais

DRE	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
RECEITA BRUTA	1.566,1	1.480,5	1.458,5	1.387,1
Impostos e Contribuições	-119,4	-110,2	-110,5	-120,9
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	1.446,8	1.370,3	1.348,0	1.266,3
Custos Operacionais	-118,9	-134,6	-149,5	-156,2
LUCRO BRUTO	1.327,9	1.235,7	1.198,5	1.110,1
Resultado Operacional	-189,5	-239,9	-320,2	-212,7
Vendas	-45,3	-117,9	-207,8	-66,9
Gerais e Administrativas	-119,9	-108,3	-97,8	-110,9
Depreciação	-10,2	-19,4	-16,8	-17,4
Outras Desp. Operacionais	-14,1	5,7	2,3	-17,4
Resultado Financeiro	-996,5	-308,2	-309,8	-211,0
Receitas Financeiras	1.549,3	1.948,3	651,7	125,2
Despesas Financeiras	-2.545,8	-2.256,4	-961,5	-336,2
Outros Resultados Operacionais	-5,1	54,6	-591,7	-65,2
LUCRO ANTES IRCS	136,7	742,2	-23,2	621,2
IRPJ e CSLL	-426,0	266,1	448,1	-442,6
LUCRO LÍQUIDO EXERCÍCIO	-289,3	1.008,3	424,9	178,7

Fonte: BR Malls

10.2 Anexo II: Demonstrações Financeiras Mills

BALANÇO PATRIMONIAL
MILL ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.
Milhares de Reais

ATIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	PASSIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
ATIVO CIRCULANTE	435,5	472,3	232,4	209,4	PASSIVO CIRCULANTE	218,9	193,8	165,4	166,4
Disponível	232,0	330,7	131,1	122,6	Empr. e Financ. CP	189,8	159,7	125,3	125,7
Contas a Receber	119,5	88,4	56,8	56,5	Fornecedores	6,8	13,1	16,9	15,7
Estoques	39,1	13,9	20,3	15,4	Salários e Encargos	18,2	17,7	14,2	12,7
Outros	44,9	39,3	24,2	14,9	Provisões	0,0	0,0	1,0	8,0
					Outros	4,0	3,3	8,1	4,2
ATIVO NÃO CIRCULANTE	1.202,4	1.038,5	991,2	805,3	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	456,8	319,0	211,6	98,0
Realizável a LP	90,4	98,8	258,3	249,4	Empr. e Financ. LP	431,0	290,4	174,1	55,5
Investimentos	61,2	75,1	55,2	54,5	Outros	25,8	28,7	37,5	42,5
Imobilizado	1.004,1	821,2	639,7	467,4					
Intangível	46,8	43,4	38,0	34,0					
					PATRIMÔNIO LÍQUIDO	962,2	997,9	846,6	750,3
					Capital Social	563,3	688,3	688,3	688,3
					Reservas de Lucros	398,9	309,6	158,3	62,0
TOTAL DO ATIVO	1.638,0	1.510,7	1.223,6	1.014,6	TOTAL DO PASSIVO	1.638,0	1.510,7	1.223,6	1.014,6

Fonte: Mills Estruturas

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
MILL ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.
Milhares de Reais

DRE	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	576,1	396,6	291,3	304,2
Custo dos Produtos Vendidos	-174,1	-154,6	-144,2	-272,0
LUCRO BRUTO	402,0	242,0	147,0	32,2
Resultado Operacional	-467,5	-360,1	-336,0	-158,6
Vendas	0,0	0,0	0,0	0,0
Gerais e Administrativas	-240,8	-197,2	-187,3	-36,7
Depreciação	-169,6	-159,0	-145,7	-126,7
Outras Desp. Operacionais	-57,1	-3,9	-2,9	4,8
Resultado Financeiro	-63,1	-26,3	-13,6	-12,8
Receitas Financeiras	36,9	55,5	31,8	14,5
Despesas Financeiras	-100,1	-81,8	-45,4	-27,3
LUCRO ANTES IRCS	-128,7	-144,4	-202,5	-139,2
IRPJ e CSLL	30,9	45,0	64,1	44,3
LUCRO LÍQUIDO EXERCÍCIO	-97,8	-99,4	-138,4	-95,0

Fonte: Mills Estruturas

10.3 Anexo III: Demonstrações Financeiras Localiza

BALANÇO PATRIMONIAL
LOCALIZA RENT A CAR S.A.
 Milhares de Reais

ATIVO	31/12/201	31/12/201	31/12/201	31/12/201	PASSIVO	31/12/201	31/12/201	31/12/201	31/12/201
	5	6	7	8		5	6	7	8
ATIVO CIRCULANTE	2.005,6	2.242,8	3.431,0	3.693,8	PASSIVO CIRCULANTE	1.356,1	1.841,7	2.234,1	3.339,4
Disponível	1.385,1	1.692,3	2.613,9	2.442,8	Empr. e Financ. CP	422,4	654,6	544,0	635,3
Contas a Receber	486,1	424,5	585,1	1.016,5	Fornecedores	690,6	910,9	1.331,7	2.202,6
Estoques	31,8	8,8	103,4	51,8	Salários e Encargos	85,6	95,0	109,2	135,0
Outros	102,6	117,2	128,6	182,7	Outros	157,5	181,2	249,2	366,5
ATIVO NÃO CIRCULANTE	4.117,4	5.174,5	7.755,2	10.298,6	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	2.825,3	3.378,6	6.351,4	7.558,5
Realizável a LP	103,3	70,8	187,8	188,2	Empr. e Financ. LP	2.596,9	3.131,3	5.951,3	7.051,3
Investimentos	0,0	0,0	0,0	0,0	Outros	228,4	247,3	400,1	507,2
Imobilizado	3.925,0	5.020,6	7.484,0	10.031,9					
Intangível	89,1	83,1	83,4	78,5					
					PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.941,6	2.197,0	2.600,7	3.094,5
					Capital Social	976,7	976,7	1.500,0	1.500,0
					Reservas de Lucros	964,9	1.220,3	1.100,7	1.594,5
TOTAL DO ATIVO	6.123,0	7.417,3	11.186,2	13.992,4	TOTAL DO PASSIVO	6.123,0	7.417,3	11.186,2	13.992,4

Fonte: Localiza Rent a Car

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
LOCALIZA RENT A CAR S.A.
Milhares de Reais

DRE	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
RECEITA BRUTA	4.002,1	4.514,6	6.130,2	7.965,4
Impostos e Contribuições	-74,1	-75,3	-71,9	-69,7
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	3.928,0	4.439,3	6.058,3	7.895,7
Custos Operacionais	-2.499,6	-2.917,7	-4.095,0	-5.502,0
LUCRO BRUTO	1.428,4	1.521,6	1.963,3	2.393,7
Resultado Operacional	-692,9	-750,5	-920,2	-1.139,1
Vendas	-191,1	-191,6	-232,3	-279,5
Gerais e Administrativas	-155,8	-151,2	-203,6	-210,6
Depreciação	-199,3	-244,5	-271,1	-335,5
Outras Desp. Operacionais	-146,7	-163,2	-213,2	-313,5
Resultado Financeiro	-202,7	-243,5	-315,0	-368,9
Receitas Financeiras	167,4	202,0	196,9	167,9
Despesas Financeiras	-370,1	-445,5	-511,9	-536,8
LUCRO ANTES IRCS	532,8	527,6	728,1	885,7
IRPJ e CSLL	-130,4	-118,3	-164,7	-226,5
LUCRO LÍQUIDO EXERCÍCIO	402,4	409,3	563,4	659,2

Fonte: Localiza Rent a Car

10.4 Anexo IV: Demonstrações Financeiras Tópico

BALANÇO PATRIMONIAL
TÓPICO LOCAÇÃO DE GALPÕES E EQUIP P/INDÚSTRIA S.A.
Milhares de Reais

ATIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	PASSIVO	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
ATIVO CIRCULANTE	56,5	52,5	53,2	68,0	PASSIVO CIRCULANTE	180,1	141,0	29,7	36,9
Disponível	12,0	11,4	17,6	13,7	Empr. e Financ. CP	163,8	124,9	19,0	18,6
Contas a Receber	24,6	24,6	17,3	19,3	Fornecedores	9,0	9,9	3,4	8,1
Estoques	14,9	12,1	12,5	24,7	Salários e Encargos	7,0	5,7	6,5	9,1
Outros	5,0	4,3	5,8	10,3	Outros	0,3	0,6	0,7	1,0
ATIVO NÃO CIRCULANTE	243,8	224,6	213,4	200,4	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	2,8	1,9	73,3	52,0
Realizável a LP	65,0	69,5	66,9	55,0	Empr. e Financ. LP	1,3	0,0	68,3	51,4
Investimentos	0,0	0,0	0,0	0,0	Outros	1,5	1,9	5,0	0,5
Imobilizado	178,1	153,9	144,9	143,5					
Intangível	0,7	1,2	1,6	1,9					
					PATRIMÔNIO LÍQUIDO	117,5	134,0	163,6	179,6
					Capital Social	7,4	37,4	57,4	57,4
					Reservas de Lucros	110,1	96,7	106,2	122,2
TOTAL DO ATIVO	300,3	277,0	266,6	268,4	TOTAL DO PASSIVO	300,3	277,0	266,6	268,4

Fonte: Tópico Locações

**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
TÓPICO LOCAÇÃO DE GALPÕES E EQUIP P/INDÚSTRIA S.A.**

Milhares de Reais

DRE	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	149,4	125,6	114,6	107,8
Custos Operacionais	-67,8	-56,6	-45,4	-38,6
LUCRO BRUTO	81,6	69,0	69,2	69,2
Resultado Operacional	-62,6	-60,5	-40,1	-38,4
Vendas	-1,4	-0,7	0,4	3,9
Gerais e Administrativas	-39,3	-35,3	-19,9	-18,9
Depreciação	-24,2	-24,6	-22,3	-23,1
Outras Desp. Operacionais	2,4	0,0	1,6	-0,3
Resultado Financeiro	-24,9	-25,1	-13,8	-6,8
Receitas Financeiras	2,8	2,4	1,9	1,9
Despesas Financeiras	-27,7	-27,4	-15,7	-8,8
LUCRO ANTES IRCS	-5,9	-16,5	15,3	24,0
IRPJ e CSLL	0,9	3,1	-5,8	-11,1
LUCRO LÍQUIDO EXERCÍCIO	-5,1	-13,5	9,6	12,8

Fonte: Tópico Locações

10.5 Anexo V: Tabelas Análise Vertical e Horizontal

BR Malls	31/12/2015	31/12/2016	AH ¹	31/12/2017	AH ²	31/12/2018	AH ³	AH ⁴	AH ⁵
Balanco Patrimonial									
Ativo Circulante	6,6%	5,1%	-22,3%	10,4%	102,9%	8,9%	-14,5%	57,6%	34,7%
Ativo Não Circulante	93,4%	94,9%	1,6%	89,6%	-5,5%	91,1%	1,7%	-4,1%	-2,4%
Realizável a LP	3,8%	3,4%	-10,5%	1,2%	-66,0%	1,2%	1,1%	-69,6%	-69,3%
Permanente	89,6%	91,5%	2,1%	88,5%	-3,3%	90,0%	1,7%	-1,3%	0,4%
<i>Investimentos</i>	89,3%	91,1%	2,0%	88,1%	-3,3%	89,5%	1,6%	-1,4%	0,2%
<i>Imobilizado</i>	0,1%	0,1%	-0,9%	0,1%	4,3%	0,1%	37,5%	3,4%	42,3%
<i>Intangível</i>	0,2%	0,3%	24,6%	0,4%	17,4%	0,4%	19,7%	46,3%	75,1%
Passivo Circulante	6,3%	4,0%	-37,5%	7,3%	83,8%	4,5%	-38,6%	14,9%	-29,4%
Passivo Não Circulante	46,1%	46,1%	0,0%	36,8%	-20,2%	36,1%	-2,0%	-20,2%	-21,8%
Total Empr. e Financ.	26,2%	24,8%	-5,5%	20,4%	-17,7%	16,3%	-20,3%	-22,2%	-38,0%
<i>Empr. e Financ. CP</i>	3,7%	2,9%	-20,8%	5,4%	84,2%	2,5%	-53,4%	45,9%	-32,1%
<i>Empr. e Financ. LP</i>	22,6%	21,9%	-3,0%	15,1%	-31,3%	13,8%	-8,5%	-33,3%	-39,0%
Patrimônio Líquido	47,6%	49,9%	5,0%	55,9%	12,0%	59,5%	6,3%	17,6%	25,0%
Demonstração de Resultado do Exercício									
Custos Operacionais	-8,2%	-9,8%	19,5%	-11,1%	12,9%	-12,3%	11,2%	35,0%	50,0%
Lucro Bruto	91,8%	90,2%	-1,7%	88,9%	-1,4%	87,7%	-1,4%	-3,1%	-4,5%
Resultado Operacional	-13,5%	-13,5%	0,5%	-67,6%	400,2%	-21,9%	-67,6%	402,9%	63,1%
<i>Depreciação</i>	-0,7%	-1,4%	100,4%	-1,2%	-11,9%	-1,4%	10,0%	76,6%	94,3%
Resultado Financeiro	-68,9%	-22,5%	-67,4%	-23,0%	2,2%	-16,7%	-27,5%	-66,6%	-75,8%
<i>Receitas Financeiras</i>	107,1%	142,2%	32,8%	48,3%	-66,0%	9,9%	-79,6%	-54,9%	-90,8%
<i>Despesas Financeiras</i>	-176,0%	-164,7%	-6,4%	-71,3%	-56,7%	-26,5%	-62,8%	-59,5%	-84,9%
Lucro Antes do IR	9,4%	54,2%	473,3%	-1,7%	103,2%	49,1%	2955,2%	-118,2%	419,3%
Lucro Líq do Exercício	-20,0%	73,6%	-468,0%	31,5%	-57,2%	14,1%	-55,2%	-257,6%	-170,6%

Fonte: Própria autora

Tabela 11: Análise Vertical e Horizontal BR Malls

Mills	31/12/2015	31/12/2016	AH ¹	31/12/2017	AH ²	31/12/2018	AH ³	AH ⁴	AH ⁵
Balanco Patrimonial									
Ativo Circulante	26,6%	31,3%	17,6%	19,0%	-39,2%	20,6%	8,6%	-28,6%	-22,4%
Ativo Não Circulante	73,4%	68,7%	-6,4%	81,0%	17,8%	79,4%	-2,0%	10,3%	8,1%
Realizável a LP	5,5%	6,5%	18,5%	21,1%	222,7%	24,6%	16,5%	282,5%	345,4%
Permanente	67,9%	62,2%	-8,4%	59,9%	-3,7%	54,8%	-8,5%	-11,8%	-19,3%
<i>Investimentos</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>33,0%</i>	<i>4,5%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>5,4%</i>	<i>18,9%</i>	<i>20,8%</i>	<i>43,6%</i>
<i>Imobilizado</i>	<i>61,3%</i>	<i>54,4%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>52,3%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>46,1%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-14,7%</i>	<i>-24,8%</i>
<i>Intangível</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>3,4%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>17,3%</i>
Passivo Circulante	13,4%	12,8%	-4,0%	13,5%	5,4%	16,4%	21,3%	1,2%	22,7%
Passivo Não Circulante	27,9%	21,1%	-24,3%	17,3%	-18,1%	9,7%	-44,2%	-38,0%	-65,4%
Total Empr. e Financ.	37,9%	29,8%	-21,4%	24,5%	-17,9%	17,9%	-27,0%	-35,4%	-52,9%
<i>Empr. e Financ. CP</i>	<i>11,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>10,2%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>12,4%</i>	<i>21,0%</i>	<i>-11,7%</i>	<i>6,9%</i>
<i>Empr. e Financ. LP</i>	<i>26,3%</i>	<i>19,2%</i>	<i>-27,0%</i>	<i>14,2%</i>	<i>-26,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>-61,6%</i>	<i>-45,9%</i>	<i>-79,2%</i>
Patrimônio Líquido	58,7%	66,1%	12,4%	69,2%	4,7%	73,9%	6,9%	17,8%	25,9%
Demonstração de Resultado do Exercício									
Custos Operacionais	-30,2%	-39,0%	29,0%	-49,5%	27,0%	-89,4%	80,6%	63,8%	63,8%
Lucro Bruto	69,8%	61,0%	-12,5%	50,5%	-17,3%	10,6%	-79,0%	-27,7%	-27,7%
Resultado Operacional	-81,2%	-90,8%	11,9%	-115,4%	27,0%	-52,1%	-54,8%	42,1%	42,1%
<i>Depreciação</i>	<i>-29,4%</i>	<i>-40,1%</i>	<i>36,2%</i>	<i>-50,0%</i>	<i>24,8%</i>	<i>-41,6%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>69,9%</i>	<i>69,9%</i>
Resultado Financeiro	-11,0%	-6,6%	-39,6%	-4,7%	-29,7%	-4,2%	-9,4%	-57,5%	-57,5%
<i>Receitas Financeiras</i>	<i>6,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>118,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>-21,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>-56,6%</i>	<i>70,7%</i>	<i>70,7%</i>
<i>Despesas Financeiras</i>	<i>-17,4%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>18,8%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>-9,0%</i>	<i>-42,5%</i>	<i>-10,2%</i>	<i>-10,2%</i>
Lucro Antes do IR	-22,3%	-36,4%	62,9%	-69,5%	91,0%	-45,8%	-34,2%	211,2%	211,2%
Lucro Líq do Exercício	-17,0%	-25,1%	47,6%	-47,5%	89,6%	-31,2%	-34,3%	179,9%	179,9%

Fonte: Própria autora

Tabela 12: Análise Vertical e Horizontal Mills

Localiza	31/12/2015	31/12/2016	AH ¹	31/12/2017	AH ²	31/12/2018	AH ³	AH ⁴	AH ⁵
Balço Patrimonial									
Ativo Circulante	32,8%	30,2%	-7,7%	30,7%	1,4%	26,4%	-13,9%	-6,4%	-19,4%
Ativo Não Circulante	67,2%	69,8%	3,7%	69,3%	-0,6%	73,6%	6,2%	3,1%	9,5%
Realizável a LP	1,7%	1,0%	-43,4%	1,7%	75,9%	1,3%	-19,9%	-0,5%	-20,3%
Permanente	65,6%	68,8%	5,0%	67,6%	-1,7%	72,3%	6,8%	3,2%	10,2%
<i>Investimentos</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
<i>Imobilizado</i>	<i>64,1%</i>	<i>67,7%</i>	<i>5,6%</i>	<i>66,9%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>71,7%</i>	<i>7,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>11,8%</i>
<i>Intangível</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-33,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>-48,8%</i>	<i>-61,4%</i>
Passivo Circulante	22,1%	24,8%	12,1%	20,0%	-19,6%	23,9%	19,5%	-9,8%	7,8%
Passivo Não Circulante	46,1%	45,6%	-1,3%	56,8%	24,7%	54,0%	-4,9%	23,1%	17,1%
Total Empr. e Financ.	49,3%	51,0%	3,5%	58,1%	13,8%	54,9%	-5,4%	17,8%	11,4%
<i>Empr. e Financ. CP</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>27,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>-44,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-29,5%</i>	<i>-34,2%</i>
<i>Empr. e Financ. LP</i>	<i>42,4%</i>	<i>42,2%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>53,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>50,4%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>25,4%</i>	<i>18,8%</i>
Patrimônio Líquido	31,7%	29,6%	-6,6%	23,2%	-21,5%	22,1%	-4,9%	-26,7%	-30,3%
Demonstração de Resultado do Exercício									
Custos Operacionais	-63,6%	-65,7%	3,3%	-67,6%	2,8%	-69,7%	3,1%	6,2%	9,5%
Lucro Bruto	36,4%	34,3%	-5,7%	32,4%	-5,5%	30,3%	-6,5%	-10,9%	-16,6%
Resultado Operacional	-17,6%	-16,9%	-4,2%	-15,2%	-10,2%	-14,4%	-5,0%	-13,9%	-18,2%
<i>Depreciação</i>	<i>-5,1%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-18,8%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>-16,3%</i>
Resultado Financeiro	-5,2%	-5,5%	6,3%	-5,2%	-5,2%	-4,7%	-10,1%	0,8%	-9,5%
<i>Receitas Financeiras</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-28,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>-34,6%</i>	<i>-23,7%</i>	<i>-50,1%</i>
<i>Despesas Financeiras</i>	<i>-9,4%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>-15,8%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>-19,5%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-27,8%</i>
Lucro Antes do IR	13,6%	11,9%	-12,4%	12,0%	1,1%	11,2%	-6,7%	-11,4%	-17,3%
Lucro Líq do Exercício	10,2%	9,2%	-10,0%	9,3%	0,9%	8,3%	-10,2%	-9,2%	-18,5%

Fonte: Própria autora

Tabela 13: Análise Vertical e Horizontal Localiza

Tópico	31/12/15	31/12/16	AH ¹	31/12/17	AH ²	31/12/18	AH ³	AH ⁴	AH ⁵
Balanco Patrimonial									
Ativo Circulante	18,8%	18,9%	0,6%	20,0%	5,4%	25,3%	26,9%	6,1%	34,7%
Ativo Não Circulante	81,2%	81,1%	-0,1%	80,0%	-1,3%	74,7%	-6,7%	-1,4%	-8,0%
Realizável a LP	21,6%	25,1%	15,8%	25,1%	0,0%	20,5%	-18,3%	15,9%	-5,4%
Permanente	59,5%	56,0%	-6,0%	55,0%	-1,9%	54,2%	-1,4%	-7,7%	-9,0%
<i>Investimentos</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Imobilizado</i>	59,3%	55,5%	-6,3%	54,4%	-2,1%	53,5%	-1,6%	-8,3%	-9,8%
<i>Intangível</i>	0,2%	0,4%	87,2%	0,6%	31,0%	0,7%	19,5%	145,2%	193,0%
Passivo Circulante	60,0%	50,9%	-15,1%	11,1%	-78,1%	13,7%	23,4%	-81,4%	-77,1%
Passivo Não Circulante	0,9%	0,7%	-24,4%	27,5%	3835,8%	19,4%	-29,6%	2876,8%	1995,8%
Total Empr. e Financ.	55,0%	45,1%	-18,0%	32,8%	-27,4%	26,1%	-20,3%	-40,4%	-52,5%
<i>Empr. e Financ. CP</i>	54,5%	45,1%	-17,3%	7,1%	-84,2%	6,9%	-2,6%	-86,9%	-87,3%
<i>Empr. e Financ. LP</i>	0,4%	0,0%	-100,0%	25,6%	100,0%	19,2%	-25,2%	5945,6%	4420,4%
Patrimônio Líquido	39,1%	48,4%	23,7%	61,4%	26,8%	66,9%	9,0%	56,9%	71,0%
Demonstração de Resultado do Exercício									
Custos Operacionais	-45,4%	-45,0%	-0,8%	-39,6%	-12,0%	-35,8%	-9,5%	-12,7%	-21,0%
Lucro Bruto	54,6%	55,0%	0,7%	60,4%	9,9%	64,2%	6,2%	10,6%	17,5%
Resultado Operacional	-41,9%	-48,2%	15,0%	-35,0%	-27,4%	-35,6%	1,8%	-16,6%	-15,1%
<i>Depreciação</i>	-16,2%	-19,6%	20,6%	-19,4%	-0,7%	-21,4%	10,4%	19,7%	32,1%
Resultado Financeiro	-16,7%	-19,9%	19,5%	-12,1%	-39,4%	-6,3%	-47,5%	-27,7%	-62,0%
<i>Receitas Financeiras</i>	1,8%	1,9%	1,3%	1,6%	-12,9%	1,8%	10,7%	-11,8%	-2,3%
<i>Despesas Financeiras</i>	-18,5%	-21,8%	17,7%	-13,7%	-37,2%	-8,2%	-40,5%	-26,1%	-56,0%
Lucro Antes do IR	-4,0%	-13,2%	230,4%	13,4%	-201,6%	22,2%	66,4%	-435,7%	-658,7%
Lucro Líq do Exercício	-3,4%	-10,7%	216,5%	8,3%	-177,9%	11,9%	42,7%	-346,5%	-451,7%

Fonte: Própria autora

Tabela 14: Análise Vertical e Horizontal Tópico