

GUIA DE APOIO AO DIAGNÓSTICO FINANCEIRO

Os Indicadores de diagnóstico comparativo Empresa vs. Setor

Índice

. INTRODUÇÃO E ENQUADRAMENTO.....	2
1. ANÁLISE DA LIQUIDEZ E ATIVIDADE OPERACIONAL.....	3
1.1 Liquidez Geral ($LG = AC / PC$).....	3
1.2 Liquidez Reduzida ($LR = (AC - Inventários) / PC$).....	3
1.3 Prazo Médio de Recebimentos (PMR).....	4
1.4 Prazo Médio de Pagamentos (PMP).....	4
2. ANÁLISE DA SOLVABILIDADE E ESTRUTURA DE CAPITAL.....	5
2.1 Autonomia Financeira ($AF = CP / Ativo Total$).....	5
2.2 Endividamento (PT/CP).....	5
2.3 Cobertura por Capitais Permanentes ($(CP + PNC) / ANC$).....	6
2.4 Cobertura EBITDA / Gastos Financeiros.....	6
2.5 Leitura Integrada da Solvabilidade.....	6
3. BALANÇO FUNCIONAL E EQUILÍBRIO FINANCEIRO.....	6
3.1 Do Balanço Contabilístico ao Balanço Funcional.....	7
3.2 Fundo de Maneio ($FM = Capital Permanente - ANC$).....	7
3.3 FMNE e a Lógica Normativa dos Prazos Setoriais.....	8
3.4 FMN e o Papel dos Financiamentos CP Renováveis.....	8
3.5 Tesouraria Líquida ($TL = FM - FMN$).....	9
4. INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	10
4.1 ROA: Rentabilidade Económica ($EBIT / Ativo$).....	10
4.2 Rendibilidade das Vendas e Rotação do Ativo.....	10
4.3 ROE: Rentabilidade Financeira (RL / CP).....	11
5. MODELO ADITIVO ALAVANCA FINANCEIRA.....	11
5.1 O modelo aditivo de alavanca financeira e a sua interpretação.....	11
5.2 Os Três Componentes Económicos do ROE.....	12
5.2.1 Componente 1: ROA (Rentabilidade Económica).....	12
5.2.2 Componente 2: Efeito de Alavancagem Financeira.....	12
5.2.3 Componente 3: Retenção Fiscal ($1 - t$).....	12
5.3 Impacto da Estrutura de Capital no ROE: Síntese.....	13
6. INDICADORES DE RISCO: GAO E GFA.....	13
6.1 Grau de Alavanca Operacional (GAO).....	13
6.2 Grau Financeiro da Alavanca (GFA).....	14

7. O RELATÓRIO DE DIAGNÓSTICO E RECOMENDAÇÕES: a articulação entre equilíbrio, desempenho e risco.....	14
7.1 Princípios de Redação do Relatório de Diagnóstico	14
7.1.1 A estrutura argumentativa	15
7.1.2 O juízo crítico na interpretação:	15
7.2 A Proposta de Diagnóstico	16
7.3 Síntese — Pontos Fortes e Áreas de Preocupação.....	16
7.4 Conclusão e Recomendações.....	16

. INTRODUÇÃO E ENQUADRAMENTO

Este documento constitui um aprofundamento sistemático da interpretação económico-financeira dos indicadores produzidos na folha do modelo de diagnóstico. O objetivo é fornecer ao analista financeiro um referencial interpretativo fundamentado na teoria financeira e na prática de benchmarking setorial com dados do Banco de Portugal (Quadros do Setor).

A folha do modelo de diagnóstico organiza os indicadores em tabelas temáticas que permitem uma leitura integrada do perfil financeiro da empresa. A interpretação que aqui se desenvolve parte dos quadros sobre Liquidez e Solvabilidade, progride para o Balanço Funcional, e culmina na análise da Rentabilidade, Risco e Modelo Aditivo de Alavanca Financeira. Em cada dimensão, explicita-se não apenas o que o indicador mede, mas sobretudo o porquê económico das relações observadas e as implicações para a tomada de decisão.

PARTE I

EQUILÍBRIO FINANCEIRO: LIQUIDEZ, SOLVABILIDADE E BALANÇO FUNCIONAL

1. ANÁLISE DA LIQUIDEZ E ATIVIDADE OPERACIONAL

Os indicadores de liquidez avaliam a capacidade da empresa para honrar os seus compromissos de curto prazo. Quatro indicadores são utilizados como observações desta dimensão: Liquidez Geral (LG), Liquidez Reduzida (LR), Prazo Médio de Recebimentos (PMR) e Prazo Médio de Pagamentos (PMP). A leitura conjunta destes quatro indicadores, sempre em comparação com a mediana setorial, permite diagnosticar se a empresa opera com folga ou tensão de tesouraria no curto prazo.

1.1 Liquidez Geral (LG = AC / PC)

$$LG = \text{Ativo Corrente} / \text{Passivo Corrente}$$

A Liquidez Geral é o rácio mais abrangente de cobertura de curto prazo: mede quantos euros de ativos correntes a empresa possui por cada euro de obrigações correntes.

Interpretação económica profunda: Uma LG superior a 1 não garante, por si só, capacidade de pagamento. O Ativo Corrente inclui inventários cuja liquidez depende do ciclo produtivo, e créditos sobre clientes cuja cobrabilidade pode ser incerta. Uma LG de 1,50 numa empresa industrial com 60% do AC em inventários de produtos acabados é qualitativamente diferente de uma LG de 1,50 numa empresa de serviços com 80% do AC em depósitos bancários. Por isso, a LG deve ser sempre lida em conjunto com a LR.

Comparação setorial: A regra é quanto maior melhor: se a LG da empresa excede a mediana setorial, a situação é favorável. Um valor persistentemente abaixo de 1 sinaliza que o Passivo Corrente excede o Ativo Corrente de forma estrutural, o que equivale a dizer que parte do ANC está a ser financiado por dívida de curto prazo.

Sinais de alerta: LG em tendência descendente ao longo dos 3 anos; LG inferior a 1 com PMP crescente (a empresa está a usar fornecedores como financiamento de último recurso); LG inferior ao setor com deterioração da LR (problemas não são apenas de inventários mas de liquidez efetiva).

1.2 Liquidez Reduzida (LR = (AC - Inventários) / PC)

$$LR = (\text{Ativo Corrente} - \text{Inventários}) / \text{Passivo Corrente}$$

A Liquidez Reduzida exclui os inventários do numerador, isolando os ativos com maior grau de liquidez: depósitos bancários, créditos sobre clientes e outros ativos correntes de realização mais rápida.

O diferencial LG - LR como indicador diagnóstico: A diferença entre LG e LR revela o peso dos inventários no ativo corrente. Quando LG - LR é elevado, a empresa tem capital significativo imobilizado em stocks.

A leitura conjunta da LG e da LR revela informação importante sobre a composição do ativo corrente:

- Se LG e LR são ambas inferiores ao setor com diferença semelhante entre si: o problema é estrutural (insuficiência global de ativos correntes face ao passivo corrente).
- Se LG é inferior ao setor mas LR converge com o setor: o desfasamento resulta de inventários elevados. A liquidez efetiva é adequada, mas há capital imobilizado em stocks.
- Se LG é superior a 1 mas LR é inferior a 1: a empresa depende fortemente da venda de inventários para honrar compromissos de curto prazo — situação de risco se a procura abrandar.

1.3 Prazo Médio de Recebimentos (PMR)

$$\text{PMR} = (\text{Clientes} / (\text{VN} \times (1 + \text{IVA}))) \times 360$$

O PMR mede o número médio de dias que a empresa demora a converter os seus créditos comerciais em caixa. A regra de situação é quanto menor melhor.

Interpretação económica: O PMR é simultaneamente um indicador de eficiência de cobrança e de política comercial. Um PMR baixo pode refletir rigor na gestão de crédito, poder negocial sobre clientes, ou até uma base de clientes com melhor perfil de risco. Um PMR elevado pode indicar acumulação de crédito vencido, concessão excessiva de prazos para estimular vendas, ou concentração em clientes com prazos longos (e.g., entidades públicas). A deterioração do PMR ao longo do triénio é particularmente preocupante porque sugere não uma política deliberada mas uma perda de controlo sobre as cobranças.

Impacto no Balanço Funcional: O PMR alimenta diretamente as Necessidades Cíclicas do FMNE. Quando o PMR da empresa diverge do PMR setorial, o FMNE normativo (calculado com prazos do setor) diverge das necessidades reais. Um PMR muito acima do setor significa que as necessidades reais de financiamento do ciclo excedem as necessidades normativas, o que agrava a tensão de tesouraria para além do que o FMNE sugere.

1.4 Prazo Médio de Pagamentos (PMP)

$$\text{PMP} = (\text{Fornecedores} / (\text{Compras} \times (1 + \text{IVA}))) \times 360$$

Interpretação económica: O PMP é o espelho do PMR na ótica dos fornecedores. Um PMP elevado pode parecer vantajoso porque adia saídas de caixa, mas encerra riscos graves:

- deterioração da relação com fornecedores, que podem restringir condições comerciais ou recusar fornecimentos;
- sinal de dificuldade financeira percebida pelo mercado;
- potencial acumulação de juros de mora e penalidades contratuais.

- (iv) Na perspectiva do Balanço Funcional, um PMP excessivo **inflaciona artificialmente os Recursos Cíclicos reais** (embora não os do FMNE, que usam o prazo setorial), **mascarando potenciais desequilíbrios** na Tesouraria Líquida real da empresa.

2. ANÁLISE DA SOLVABILIDADE E ESTRUTURA DE CAPITAL

Os indicadores de solvabilidade avaliam a capacidade da empresa para fazer face ao conjunto das suas obrigações, não apenas as de curto prazo. Consideramos cinco indicadores nesta dimensão: Endividamento (PT/CP), Autonomia Financeira (AF), Cobertura por Capitais Permanentes, Cobertura EBITDA/GF e Taxa de Juro Aparente. Estes indicadores são complementares e devem ser lidos conjuntamente.

2.1 Autonomia Financeira (AF = CP / Ativo Total)

$$AF = \text{Capital Próprio} / \text{Ativo Total}$$

A AF mede a proporção do ativo financiada com capitais próprios. A regra de situação é quanto maior melhor.

Interpretação profunda e ajustamentos: A AF reportada pode ser distorcida por Excedentes de Revalorização, que aumentam o Capital Próprio sem corresponderem a gerações de fluxos de caixa. O analista deve sempre calcular a AF ajustada (excluindo excedentes e outros ajustamentos contabilísticos não realizados) e compará-la com o limiar prudencial de 0,33 tipicamente utilizado na análise de crédito em Portugal.

Relação algébrica com o Endividamento: AF e Endividamento são inversos: $AF = 1 / (1 + PT/CP)$. Uma AF de 0,42 corresponde algebricamente a $PT/CP = 1,37$. Esta identidade é útil para verificar a coerência interna dos indicadores na Folha do modelo de diagnóstico.

2.2 Endividamento (PT/CP)

$$\text{Endividamento} = \text{Passivo Total} / \text{Capital Próprio}$$

Interpretação: O Endividamento mede a alavancagem financeira na ótica do balanço. A regra é quanto menor melhor. O benchmark setorial pode ser derivado algebricamente da Mediana da AF: $\text{Endiv_setor} = (100 - AF_mediana) / AF_mediana$. Assim, quando $AF_mediana = 55\%$, $\text{Endiv_setor} = 0,82$. Este cálculo é necessário porque o Banco de Portugal não publica a mediana do rácio de endividamento diretamente.

Conexão com o modelo aditivo de alavanca financeira: O rácio PT/CP é a alavancagem financeira que aparece no modelo aditivo de alavanca financeira. É o multiplicador que amplifica (ou comprime) o spread entre o ROA e o custo da dívida. Uma empresa com $PT/CP = 1,37$ amplifica o spread 1,37 vezes, enquanto uma empresa com $PT/CP = 0,63$ amplifica apenas 0,63 vezes. Note-se que a empresa mais alavancada amplifica mais, mas também assume mais risco. Esta é a essência do trade-off risco-retorno da estrutura de capital.

2.3 Cobertura por Capitais Permanentes ((CP + PNC) / ANC)

$$\text{Cobertura} = (\text{Capital Próprio} + \text{Passivo Não Corrente}) / \text{ANC}$$

Este indicador é a ponte entre solvabilidade e equilíbrio financeiro. A regra é quanto maior melhor, com o limiar crítico em 1,00.

Equivalência matemática com o FM: Cobertura < 1 é algebricamente equivalente a FM < 0. Se $(\text{CP} + \text{PNC}) / \text{ANC} = 0,89$, então $\text{FM} = \text{ANC} \times (0,89 - 1) = -0,11 \times \text{ANC}$. Esta equivalência é fundamental: quando o analista observa uma Cobertura inferior a 1, pode imediatamente antecipar FM negativo, sem necessidade de cálculo adicional.

2.4 Cobertura EBITDA / Gastos Financeiros

$$\text{Cobertura EBITDA/GF} = \text{EBITDA} / \text{Juros e Gastos Similares}$$

Este indicador avalia a capacidade operacional de servir a dívida. A regra é quanto maior melhor.

Interpretação em termos de risco de insolvência: A cobertura EBITDA/GF é um dos indicadores mais utilizados na análise de crédito e na literatura de previsão de insolvência. Um valor abaixo de 3x é geralmente considerado crítico; entre 3x e 6x merece monitorização; acima de 6x indica margem confortável. **A tendência é tão importante quanto o nível:** uma empresa com cobertura de 4x mas em trajetória descendente (de 8x para 4x) pode estar a convergir para níveis críticos mais rapidamente do que uma empresa com cobertura estável de 8x.

Relação com a Taxa de Juro Aparente: A cobertura EBITDA/GF é o produto de dois fatores: $(\text{EBITDA}/\text{Ativo}) \times (\text{Ativo}/\text{GF})$. O primeiro é a rentabilidade operacional; o segundo é o inverso do peso dos gastos financeiros no ativo. A taxa de juro aparente (GF/PT) determina quanto a empresa paga pelo seu endividamento, é crucial para o cálculo do spread no modelo de alavanca financeira: $i = (\text{GF}/\text{PT}) \times 100$.

2.5 Leitura Integrada da Solvabilidade

Os cinco indicadores de solvabilidade formam um sistema coerente. A AF e o Endividamento são espelhos algébricos. A Cobertura por Capitais Permanentes traduz a AF em termos de equilíbrio financeiro (FM). A Cobertura EBITDA/GF avalia a sustentabilidade do endividamento no curto prazo. A Taxa de Juro Aparente é um dos principais determinantes do efeito de alavanca financeira na criação ou destruição de valor (ROA - i)).

3. BALANÇO FUNCIONAL E EQUILÍBRIO FINANCEIRO

O Quadro do Balanço Funcional contém 8 rubricas para cada ano: Capital Permanente, Investimentos em Capital Fixo (ANC), Fundo de Maneio (FM), Necessidades Cíclicas, Recursos

Cíclicos, FM Necessário de Exploração (FMNE), FM Necessário Total (FMN) e Tesouraria Líquida (TL). Este quadro permite diagnosticar o equilíbrio financeiro da empresa numa perspetiva funcional, distinguindo entre decisões de investimento/financiamento de longo prazo e operações do ciclo de exploração.

3.1 Do Balanço Contabilístico ao Balanço Funcional

O Balanço Funcional reorganiza as rubricas do balanço contabilístico segundo a sua função no ciclo de atividade, distinguindo entre:

- (i) operações de investimento/financiamento de longo prazo;
- (ii) operações do ciclo de exploração; e
- (iii) operações de tesouraria.

Esta reorganização permite avaliar o equilíbrio entre fontes e aplicações de fundos em cada horizonte temporal.

3.2 Fundo de Maneio (FM = Capital Permanente - ANC)

$$FM = (\text{Capital Próprio} + \text{Passivo Não Corrente}) - ANC$$

O Fundo de Maneio mede o excesso (ou insuficiência) dos capitais permanentes relativamente ao investimento em capital fixo.

Um FM positivo indica que parte dos capitais permanentes financia o ciclo de exploração;

um FM negativo indica que recursos de curto prazo estão a financiar investimentos de longo prazo — uma situação de desequilíbrio financeiro.

Natureza económica: O FM mede o excesso (ou insuficiência) dos capitais permanentes relativamente ao investimento em ativos de longo prazo. Um FM positivo significa que existe uma almofada de capitais de longo prazo disponíveis para financiar o ciclo de exploração. Um FM negativo significa que parte do ANC está a ser financiado com dívida de curto prazo, violando a regra fundamental do equilíbrio financeiro mínimo (princípio da correspondência de maturidades).

Determinantes do FM e alavancas de gestão: O FM pode ser aumentado por três vias:

- (i) reforço do Capital Próprio (retenção de resultados, aumentos de capital, prestações suplementares);
- (ii) contratação de financiamento de médio/longo prazo para substituir dívida de curto prazo (reestruturação do passivo);
- (iii) desinvestimento em ativos não correntes não estratégicos.

A **escolha** entre estas vias depende das condições de mercado e da estratégia da empresa. Em **contextos de taxas de juro baixas**, a via (ii) pode ser preferível; em contextos de **excesso de capacidade instalada**, a via (iii) pode ser mais adequada.

3.3 FMNE e a Lógica Normativa dos Prazos Setoriais

$$\text{FMNE} = \text{Necessidades Cíclicas} - \text{Recursos Cíclicos (com prazos setoriais)}$$

Conceito fundamental: O FMNE é o FM que a empresa necessitaria se operasse com os prazos médios do setor (PMR, PMP, PMI setoriais). É um indicador normativo: não reflete o que a empresa efetivamente faz, mas o que deveria necessitar se a sua gestão de working capital estivesse alinhada com as práticas do setor. Esta é a razão pela qual o FMNE utiliza prazos setoriais no cálculo das Necessidades e Recursos Cíclicos de Exploração.

Decomposição das Necessidades Cíclicas:

As **Necessidades Cíclicas** incluem três componentes:

(a) Inventários FMNE, calculados como a soma de:

- $(MP/360) \times PMI_{\text{setor}}$
- $(Merc/360) \times PMI_{\text{setor}}$
- $(CIPA/360) \times PMI_{\text{setor}}$;

(b) Clientes FMNE, calculados como $((VN \times (1+IVA))/360) \times PMR_{\text{setor}}$;

(c) Meios Financeiros necessários, calculados como $VN \times (1+IVA) \times RST$, onde RST (Reserva de Segurança de Tesouraria) é por defeito 5%. Os

Recursos Cíclicos incluem:

- (a) Fornecedores FMNE = $((Compras \times (1+IVA))/360) \times PMP_{\text{setor}}$ e
- (b) Estado (EOEP) = $(IVA \text{ a pagar}/360) \times PMP_{EOEP_{\text{setor}}}$.

Relevancia da exclusão de Produtos Acabados nas Compras (Regra 6): As Compras que alimentam os Fornecedores BF e o PMP devem incluir apenas inputs adquiridos (MP + Mercadorias), nunca outputs da produção (PA). Um erro neste passo propaga-se em cascata: Compras inflacionadas -> PMP comprimido -> Fornecedores BF sobredimensionados -> Recursos Cíclicos inflacionados -> FMNE artificialmente baixo -> TL artificialmente alta. No processo de diagnóstico financeiro deve-se sempre verificar se o modelo está a usar a linha correta (MP + Mercadorias, não Inventários totais).

3.4 FMN e o Papel dos Financiamentos CP Renováveis

$$\text{FMN} = \text{FMNE} + \text{FMNEE}, \text{ onde } \text{FMNEE} = -(\text{Financiamentos CP} \times \% \text{ renováveis})$$

Lógica económica dos financiamentos renováveis: O FMNEE (Necessidades Extra-Exploração) é negativo porque os financiamentos de curto prazo renováveis funcionam como **capital quasi-permanente**: embora contratualmente sejam dívida de curto prazo, na prática são renovados sistematicamente e comportam-se como financiamento de médio prazo. A percentagem que o analista deve ajustar com base no histórico de renovação da empresa. Uma empresa com relação bancária sólida pode assumir 50%; uma empresa em dificuldades pode ter 0% de capacidade de renovação.

3.5 Tesouraria Líquida (TL = FM - FMN)

$$TL = \text{Fundo de Maneio} - FMN$$

O indicador-síntese do equilíbrio financeiro: A TL mede a folga (ou tensão) financeira após considerar tanto o financiamento de longo prazo (FM) como as necessidades do ciclo de exploração (FMN).

Uma TL positiva indica que a empresa tem mais FM disponível do que necessita para financiar o ciclo, gerando folga que se materializa em excesso de meios financeiros líquidos ou em capacidade de absorção de choques adversos.

Uma TL negativa indica dependência de financiamento adicional de curto prazo não renovável (e.g., descobertos, fornecedores atrasados, venda precipitada de ativos).

A regra do equilíbrio financeiro e a sua leitura dinâmica: O equilíbrio financeiro exige simultaneamente $FM > 0$ e $TL \geq 0$. A violação persistente (em 2 ou mais dos 3 anos) é um sinal de fragilidade estrutural. A leitura da tendência é crucial: um FM positivo mas em trajetória descendente pode antecipar futura violação se a tendência não for invertida.

Articulação com a solvabilidade: O FM é uma função direta da estrutura de capital: $FM = CP + PNC - ANC$. Uma AF baixa limita o CP, que por sua vez limita o FM. A melhoria do FM exige reforço dos capitais permanentes (CP ou PNC). Esta é a ligação estrutural entre os indicadores de solvabilidade e o Balanço Funcional.

O PMP excessivo pode mascarar desequilíbrios: quando a empresa atrasa pagamentos, preserva caixa, inflacionando a TL aparente sem resolver o problema subjacente da insuficiência de FM.

PARTE II

DESEMPENHO E RISCO: RENTABILIDADE, GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA E EFEITO DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA

4. INDICADORES DE RENTABILIDADE

Consideramos quatro indicadores de rentabilidade (linhas ROA, Rendibilidade das Vendas, Rotação do Ativo, ROE). Em conjunto, permitem avaliar se a empresa gera retorno adequado para remunerar os capitais investidos, e identificar a fonte desse retorno.

4.1 ROA: Rentabilidade Económica (EBIT / Ativo)

$$\text{ROA} = (\text{EBIT} / \text{Ativo Total}) \times 100$$

Porque usar EBIT e não RL: O ROA utiliza o EBIT (Resultado Operacional) no numerador para isolar a performance económica dos ativos, independentemente da estrutura de capital (juros) e da fiscalidade (IRC). Duas empresas com o mesmo ativo e a mesma eficiência operacional devem ter o mesmo ROA, mesmo que uma seja financiada integralmente por capital próprio e outra tenha 60% de dívida. É esta propriedade que torna o ROA comparável entre empresas com estruturas de capital diferentes e, portanto, ideal para benchmarking setorial.

Decomposição do ROA (identidade fundamental): $\text{ROA} = (\text{EBIT}/\text{VN}) \times (\text{VN}/\text{Ativo}) = \text{Rendibilidade das Vendas} \times \text{Rotação do Ativo}$. Esta identidade permite diagnosticar se a rentabilidade económica resulta de margens elevadas (estratégia de diferenciação) ou de elevada rotação (estratégia de volume/eficiência).

4.2 Rendibilidade das Vendas e Rotação do Ativo

$$\text{Rend. Vendas} = (\text{EBIT} / \text{VN}) \times 100$$

$$\text{Rotação} = \text{VN} / \text{Ativo}$$

Rendibilidade das Vendas (EBIT/VN): Mede a percentagem de cada euro de vendas que se converte em resultado operacional. Na Folha do modelo de diagnóstico, o benchmark é o agregado setorial (calculado como $\text{EBIT}_{\text{total}} / \text{VN}_{\text{total}}$ do setor). Uma margem inferior ao setor pode resultar de:

- (i) estrutura de custos desfavorável (peso excessivo de CMVMC, FSE ou gastos com pessoal);
- (ii) pricing mais agressivo (preços mais baixos para ganhar quota de mercado);
- (iii) mix de produtos com menor valor acrescentado.

No diagnóstico financeiro deve-se cruzar esta informação com a DR disponível na folha Analysis.

Rotação do Ativo (VN/Ativo): Mede a eficiência com que a empresa utiliza o seu ativo para gerar receita. Na Folha do modelo de diagnóstico (linha 182), o benchmark é o agregado setorial. Uma rotação superior ao setor pode indicar:

- (i) menor intensidade de capital (poucos ativos fixos por euro de vendas);
- (ii) utilização mais intensiva da capacidade instalada;
- (iii) ativos subavaliados (e.g., propriedades ao custo histórico).

A tendência é importante: uma rotação em queda pode sinalizar sub-utilização crescente ou investimentos recentes que ainda não geraram receita proporcional.

4.3 ROE: Rentabilidade Financeira (RL / CP)

$$\text{ROE} = (\text{Resultado Líquido} / \text{Capital Próprio}) \times 100$$

O ROE como indicador para o acionista: O ROE mede o retorno gerado por cada euro de capital próprio investido. Ao contrário do ROA, o ROE é influenciado pela estrutura de capital e pela fiscalidade, o que o torna mais relevante para o acionista mas menos comparável entre empresas. É precisamente por esta razão que a decomposição DuPont é essencial: permite separar o que no ROE resulta da eficiência operacional (ROA), o que resulta da alavancagem financeira, e o que resulta de efeitos fiscais.

NOTAR a necessidade de ler o ROE no contexto do modelo aditivo de alavanca financeira:

5. MODELO ADITIVO ALAVANCA FINANCEIRA

A decomposição do ROE deve ser apresentada com os seguintes componentes para cada ano: ROA, Alavanca Financeira (PT/CP), Spread (ROA - i), Taxa Efetiva IRC, Retenção Fiscal (1-t). Este quadro é o instrumento central para compreender a formação do ROE e o impacto da estrutura de capital.

5.1 O modelo aditivo de alavanca financeira e a sua Interpretação

$$\text{ROE} = [\text{ROA} + (\text{PT/CP}) \times (\text{ROA} - i)] \times (1 - t)$$

O modelo aditivo de alavanca financeira separa explicitamente o ROA (rentabilidade económica pura) do efeito de alavancagem $[(\text{PT/CP}) \times (\text{ROA} - i)]$, permitindo uma interpretação mais rica em termos de corporate finance: o endividamento cria ou destrói valor dependendo do sinal do spread.

O efeito de alavancagem financeira é o mecanismo pelo qual a estrutura de capital amplifica (ou comprime) a rentabilidade para o acionista:

5.2 Os Três Componentes Económicos do ROE

5.2.1 Componente 1: ROA (Rentabilidade Económica)

O ROA representa o retorno que a empresa gera sobre os seus ativos, independentemente de como são financiados. É o fundamento económico do valor criado pela empresa: se $ROA > \text{custo médio ponderado do capital (WACC)}$, a empresa cria valor económico; se $ROA < WACC$, destrói valor.

5.2.2 Componente 2: Efeito de Alavancagem Financeira

$$\text{Efeito Alavancagem} = (PT/CP) \times (ROA - i)$$

O spread ($ROA - i$) como variável-chave: O spread mede a diferença entre a rentabilidade económica dos ativos e o custo médio da dívida. Quando $ROA > i$, cada euro de dívida gera retorno líquido positivo, e a alavancagem amplifica o ROE acima do ROA. Quando $ROA < i$, cada euro de dívida destrói valor, e a alavancagem comprime o ROE abaixo do ROA. O ponto de indiferença é $ROA = i$: neste ponto, a alavancagem não tem efeito e $ROE \text{ (antes de imposto)} = ROA$.

- **Spread > 0 ($ROA > i$):** A alavancagem é **favorável**. Cada euro de dívida gera retorno líquido positivo. Quanto maior a alavancagem (PT/CP), maior a amplificação do ROE. Ambas as empresas estão neste cenário.
- **Spread < 0 ($ROA < i$):** A alavancagem é **desfavorável**. Cada euro de dívida destrói valor. Quanto maior a alavancagem, maior a destruição de valor. Neste cenário, empresas muito endividadas podem ter ROE negativo mesmo com ROA positivo.
- **Spread $= 0$ ($ROA = i$):** A alavancagem é **neutra**. O endividamento não cria nem destrói valor. O ROE (antes de imposto) iguala o ROA.

O multiplicador (PT/CP) como amplificador: O rácio PT/CP funciona como amplificador do spread. Uma empresa com spread de +3% e $PT/CP = 2$ gera efeito de alavancagem de +6 p.p.; a mesma empresa com $PT/CP = 0,5$ gera apenas +1,5 p.p. Contudo, este amplificador funciona nos dois sentidos: com spread negativo, PT/CP elevado amplifica a destruição de valor. É esta simetria que faz da estrutura de capital uma faca de dois gumes.

Sensibilidade a alterações da taxa de juro: O efeito de alavancagem é altamente sensível a variações de i . Este tipo de análise de sensibilidade é essencial em ambientes de subida de taxas de juro: **empresas altamente alavancadas com spreads estreitos são as mais vulneráveis**.

5.2.3 Componente 3: Retenção Fiscal ($1 - t$)

$$\text{Retenção Fiscal} = 1 - (IRC / RAI)$$

Interpretação normal: Quando a taxa efetiva de IRC ($t = IRC/RAI$) é positiva e razoável (15-25% em Portugal), o fator ($1-t$) é um filtro que reduz o resultado antes de imposto para obter o resultado para o acionista.

Casos atípicos que é importante identificar:

(a) Crédito fiscal / IRC negativo: quando a empresa beneficia de incentivos fiscais, benefícios de investimento ou prejuízos fiscais reportados, o IRC pode ser negativo, resultando em $(1-t) > 1$. Este efeito é frequentemente pontual e não sustentável, pelo que o analista deve projetar o ROE com t normalizado.

(b) RAI negativo com IRC negativo: ambos os sinais se cancelam no rácio, dando t positivo. **A interpretação mecânica de $(1-t) < 1$ pode induzir em erro:** o resultado para o acionista é negativo independentemente do fator fiscal.

(c) Diferimentos e impostos diferidos: podem gerar divergências entre a taxa nominal e a taxa efetiva que não refletem benefícios fiscais reais, mas apenas diferenças temporárias.

5.3 Impacto da Estrutura de Capital no ROE: Síntese

O modelo aditivo de alavanca financeira mostra como a estrutura de capital afeta o ROE através de dois canais:

Canal direto (efeito de alavancagem): PT/CP amplifica o spread. Mais dívida = mais amplificação, positiva ou negativa.

Canal indireto (custo da dívida): Mais dívida tende a aumentar i (prémio de risco de crédito), comprimindo o spread. Este canal cria um efeito de risco de crédito que impede aumentar o endividamento a partir de certo nível, pois o aumento de custo da dívida i anula o benefício da amplificação. O ponto ótimo de endividamento (trade-off theory) é aquele em que o benefício marginal da alavancagem (amplificação do spread) iguala o custo marginal (aumento de i e risco de financial distress).

Assim, o sinal do spread é mais determinante que o multiplicador e a **busca de alavancagem elevada só se justifica quando o spread é robusto e sustentável, o que requer ROA consistentemente superior a i .**

6. INDICADORES DE RISCO: GAO E GFA

O modelo inclui dois indicadores de risco que complementam a análise de rentabilidade: o Grau de Alavanca Operacional (GAO) e o Grau Financeiro da Alavanca (GFA). Embora não façam parte da decomposição do modelo de alavanca financeira, articulam-se com ela ao medir a sensibilidade do resultado a variações das vendas e ao endividamento.

6.1 Grau de Alavanca Operacional (GAO)

$$\text{GAO} = \text{Margem Bruta}^* / \text{EBIT} = (\text{VN} - \text{CMVMC} - \text{FSE}_{\text{var}}) / \text{EBIT}$$

Interpretação: O GAO mede a elasticidade do EBIT face a variações das vendas. Um GAO de 3 significa que uma variação de 1% nas vendas provoca uma variação de 3% no EBIT (em qualquer direção). O GAO é determinado pela estrutura de custos: quanto maior a proporção de custos fixos

(gastos com pessoal, amortizações, FSE fixos), maior o GAO e maior o risco operacional. Empresas industriais tendem a ter GAO mais elevado que empresas de serviços, porque a sua base de custos fixos (instalações, equipamentos, mão de obra permanente) é proporcionalmente maior.

Implicação para a análise integrada: Um GAO elevado combinado com uma conjuntura de procura volátil (e.g., setor da construção) amplifica o risco de queda abrupta do EBIT. Se o EBIT cai abaixo de $i \times \text{Ativo}$, o spread torna-se negativo e a alavancagem financeira começa a destruir valor. O GAO é, portanto, um indicador antecedente do risco de inversão do efeito de alavancagem.

6.2 Grau Financeiro da Alavanca (GFA)

$$\text{GFA} = \text{EBIT} / \text{RAI}$$

Interpretação: O GFA mede a amplificação do risco operacional pelo endividamento. Um GFA de 1,5 significa que uma variação de 1% no EBIT provoca uma variação de 1,5% no RAI (e, por extensão, no resultado líquido, assumindo taxa de imposto constante). O GFA é tanto maior quanto mais próximo o EBIT estiver dos gastos financeiros: quando EBIT é apenas marginalmente superior a GF, o GFA tende para o infinito, sinalizando risco financeiro extremo.

Risco combinado (GAO x GFA): O produto GAO x GFA mede o risco total: a sensibilidade do resultado líquido a variações das vendas. Uma empresa com GAO = 3 e GFA = 1,5 tem risco combinado de 4,5: cada 1% de **variação nas vendas** traduz-se em 4,5% de variação no resultado líquido.

Este multiplicador revela-se muito importante na projeção de cenários: em testes de stress, permite estimar o impacto de quedas de receita no resultado e, por consequência, na capacidade de serviço da dívida (cobertura EBITDA/GF) e no ROE.

7. O RELATÓRIO DE DIAGNÓSTICO E RECOMENDAÇÕES: a articulação entre equilíbrio, desempenho e risco

7.1 Princípios de Redação do Relatório de Diagnóstico

Propomos uma organização do relatório de diagnóstico no confronto entre equilíbrio financeiro e rentabilidade e respetivo risco:

- **Liquidez**— integra LG, LR, PMR, PMP e **Solvência**— integra AF, Endividamento, Cobertura CP, EBITDA/GF que **culminam na discussão do equilíbrio financeiro** que

também integra a discussão dos principais saldos do Balanço Funcional FM, FMNE, FMN, TL.

- **Rentabilidade** — integra ROA, Margem e Rotação, ROE e efeito de alavanca financeira e a sua volatilidade – **o risco** - integra o GAO e o GAF

7.1.1 A estrutura argumentativa

Propomos a seguinte *check-list* para avaliar a estrutura argumentativa do diagnóstico proposto:

- a) O nosso diagnóstico baseia-se num conjunto afirmações fundamentais?
- b) As nossas afirmações estão apoiadas por argumentos?
- c) Concede-se maior relevância às áreas mais críticas para a nossa argumentação?
- d) Os argumentos estão apoiados em dados e não são ambíguos?
- e) Os nossos argumentos são suportados com dados?
- f) Estes dados estão colocados junto aos argumentos e afirmações que os suportam?
- g) Somos demasiado descritivos de dados que pouco acrescentam à nossa argumentação e que podem entorpecer o discurso?
- h) As nossas frases são excessivamente longas e/ou com uma estrutura complexa?

7.1.2 O juízo crítico na interpretação:

O modelo de diagnóstico proposto é uma ferramenta poderosa, mas requer juízo crítico na interpretação:

1. **Articular interpretação económica** — Explicar o «porquê», não apenas o «o quê». Não basta dizer que a alavancagem amplifica o ROA negativo; é preciso explicar que o spread ROA - i determina o sinal do efeito e que a magnitude da alavancagem determina a intensidade.
2. **Citar valores concretos, mas nunca analisar indicadores isoladamente. Por exemplo**, nunca «a liquidez é baixa»; sempre «a Liquidez Geral é de 0,83 em 2024, inferior ao limiar de 1,00 e significativamente abaixo da mediana setorial de 2,02».
3. **Comparar com o setor** — O valor da empresa só tem significado quando contextualizado. Por exemplo, PMR de 45 dias parece neutro isoladamente, mas é um ponto forte quando comparado com uns 72 dias do setor.
4. **A Mediana setorial é uma referência, não um objetivo**. Cada empresa tem especificidades (modelo de negócio, maturidade, estratégia de crescimento) que justificam desvios face ao setor.
5. **A importância da análise temporal e a identificação das tendências temporais** — 3 anos permitem distinguir entre problemas estruturais (persistentes) e conjunturais (pontuais). **A tendência é tão importante quanto o nível: por exemplo**, um FM positivo mas em trajetória descendente exige atenção preventiva.
6. **Articular dimensões**. Solvabilidade (AF, Endividamento) explica o Equilíbrio Financeiro (FM, TL). Rentabilidade (ROA, margens) alimenta o efeito de alavanca financeira (ROE).

O ciclo de caixa (PMR, PMP) afeta a TL. Todas as dimensões estão interligadas. O diagnóstico financeiro só adquire pleno significado quando as dimensões de equilíbrio financeiro (em termos de liquidez e solvabilidade) e desempenho e risco são articuladas num diagnóstico coerente.

7.2 A Proposta de Diagnóstico

A título de síntese, propõe-se um mapa em que se demonstra:

Como a liquidez e solvabilidade produzem um equilíbrio financeiro traduzido numa estrutura do balanço funcional: A AF determina o CP, que é o principal componente do FM. Uma AF baixa limita o FM, que se torna negativo quando o PNC é insuficiente para compensar. A violação da regra $FM > 0$ implica financiamento de ANC com passivo corrente, o que aumenta o risco de refinanciamento e deteriora a TL.

Como a rentabilidade dos ativos e alavancagem explicam a rentabilidade acionista: O ROA determina o spread ($ROA - i$) e, portanto, o sinal do efeito de alavancagem.

Uma empresa com ROA robusto beneficia da alavancagem mesmo com PT/CP moderado, porque o spread é largo. Uma empresa com ROA comprimido tem um spread estreito que pode inverter-se com pequenas variações de i , tornando a alavancagem destrutiva.

Como o risco enquanto volatilidade da rentabilidade resulta da exposição ao risco operacional e ao risco financeiro: O GAO mede a volatilidade potencial do EBIT face a variações das vendas. O GFA amplifica esta volatilidade na proporção do endividamento. Uma empresa com GAO elevado e GFA elevado está num regime de alta sensibilidade: pequenas quedas de receita podem traduzir-se em colapso do resultado líquido, inversão do spread ($ROA - i^*$), e espiral descendente do ROE. A monitorização conjunta do GAO, GFA e spread é essencial para antecipar pontos de inflexão.

7.3 Síntese — Pontos Fortes e Áreas de Preocupação

Esta secção sintetiza o diagnóstico em dois blocos.

Pontos Fortes, ordenados por importância/materialidade e

Áreas de Preocupação, ordenadas por severidade/urgência.

7.4 Conclusão e Recomendações

As recomendações devem ser priorizadas por urgência e incluir:

- (i) o diagnóstico (o que está mal e porquê);
- (ii) a medida concreta proposta;
- (iii) uma meta quantificável quando possível.