

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

VALUATION INDÚSTRIAS ROMI

Antonio Pedro Simonsen

No. de matrícula 126157

Orientador: José Geraldo Maciel Júnior

Dezembro de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

VALUATION INDÚSTRIAS ROMI

Antonio Pedro Simonsen

No. de matrícula 126157

Orientador: José Geraldo Maciel Júnior

Dezembro de 2004

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

**Agradecimentos:**

**Inicio meus agradecimentos ao meu orientador Professor Doutor José Geraldo Maciel Junior pelo estímulo intelectual, competência, atenção e orientação durante toda a monografia.**

**Ao meu co-orientador , o economista e diretor da Dynamo Administradora de Recursos,Doutor Cristiano Souza que me apresentou a companhia Indústrias Romi, estimulou-me conhecê-la melhor e teve a paciência em ler toda esta monografia fazendo críticas rigorosas que aperfeiçoaram o trabalho.**

**Ao meu chefe, o administrador e diretor da Dynamo Administradora de Recursos, Doutor André Soares que, além do exemplo profissional e qualificada competência, permitiu seu estagiário, construir as tabelas e anexos durante o horário de expediente.**

**Aos demais professores da PUC-RJ, aqui representados pelo Professor Doutor Márcio Garcia, agradeço também a transmissão de seus conhecimentos, os debates acadêmicos e as intervenções na estrutura desta monografia.**

**A todos os colegas da DYNAMO Administração de Recursos, aqui representados pelo Dr. Luiz Orenstein, que me possibilitaram todo este significativo aprendizado de como estudar o valor de uma companhia.**

**E finalmente agradeço minha mãe, Elizabeth São Paulo, pelo apoio e incentivo desde o início da monografia e pela presteza das suas revisões do português, sempre urgentes.**

## ÍNDICE

### CAPITULO I – INTRODUÇÃO

I.1 – Contexto.....	6
I.2 – Empresa – Raio-X.....	7
I.3 – Metodologia.....	9

### CAPITULO II – O SETOR DE BENS DE CAPITAL.....15

### CAPITULO III – INDÚSTRIAS ROMI

III.1 – Histórico.....	18
III.2 – Controle Acionário.....	21
III.3 - Estrutura Operacional	
III.3.1 – Tornos.....	24
III.3.2 – Maquinas Injetoras de Plástico.....	25
III.3.3 – Fundidos e Usinados.....	26
III.3.4 – Romicron.....	26

### CAPITULO IV – ANÁLISE ECONÔMICA FINANCEIRA

IV.1 – Análise da Recita.....	28
IV.2 – Análise dos Custos Operacionais.....	30
IV.3 – Lucro Operacional.....	31
IV.4 – Dívida.....	32
IV.5 – Capital de Giro.....	34
IV.6 – ROIC - Retorno Sobre o Capital Investido.....	37
IV.7 – Capex – <i>Capital Expenditures</i> (Investimentos).....	39
IV.8 – Exportações.....	41
IV.9 – <i>Free Cash Flow</i> para o Acionista – FCF.....	45

## CAPITULO V – VALUATION

V.1 – Modelo de Projeção.....	48
V.2 – WACC – <i>Weight Average Cost of Capital</i> .....	53
V.3 – Valor Justo da Firma.....	55
V.4 – Outros.....	56
V.5 Conclusão.....	58

## ANEXOS

I – Balanço Patrimonial.....	60
II – Demonstração do Resultado de Exercício.....	61

BIBLIOGRAFIA.....	62
-------------------	----

## CAPITULO I - INTRODUÇÃO

### I.1 – Contexto

Pretendo nesta monografia desenvolver um *valuation* sobre a empresa Indústrias Romi – doravante Romi – utilizando a metodologia de análise “Fluxo de Caixa Livre para Firma” conhecido como FCF (*free cash flow*).

A elaboração de um *valuation*, ou seja, a procura do valor justo para uma companhia, vem dentro do atual contexto da globalização dos mercados de capitais – mundial e brasileiro - se tornando uma ferramenta muito utilizada no sistema econômico financeiro. Sem dúvida é um assunto polêmico e como tal, dependendo da metodologia adotada, apresenta várias possibilidades de respostas.

Esta diversidade de “valores justos” encontrados é o que nos proporciona as diversas oportunidades de negócio: onde alguns vêem valor outros não concordam, uns acham caro, outros barato e desta forma as transações (troca de posições entre vendidos e comprados) são estimuladas.

Essa dinâmica é essencial para o desenvolvimento de nosso mercado de capitais. Mais e mais pessoas olhando e analisando investimentos. O fortalecimento do mercado de capitais é de extrema importância para a *fundraising* e para a construção de riquezas do país. Na realidade, para que o mercado de capitais possa vir a cumprir seu papel de provedor de recursos para as empresas muitos outros aspectos também deverão ser considerados. No entanto, minha área de interesse está focada no método para precificar o valor de uma companhia.

Do ponto de vista das empresas, a captação de recursos através do mercado acionário pode ser traduzida como uma forma de tomar recursos sem se endividar, ou seja, injetar novo capital na companhia, como também agregar novos sócios. Nos países desenvolvidos esta modalidade é sem dúvida a principal fonte de recursos das empresas. No Brasil ainda temos um mercado de capitais tímido, não obstante, nos últimos anos, uma série de novos mecanismos venham sendo implementados (novo mercado, benefícios fiscais, participação através da Internet, lançamento de novos produtos, como por exemplo o PIBB, etc...) visando o seu fortalecimento.

Fusões, aquisições, fechamentos e aberturas de capital e *IPO's* (“*Initial Public Offering*”) de empresas nacionais invadiram os meios de comunicação, tornando-se um assunto cotidiano em todos os cadernos de economia da mídia nacional. Uma melhor compreensão desta dinâmica pela sociedade brasileira, ainda afastada desta modalidade de participação, com certeza contribuirá para o fortalecimento do mercado de capitais e para a democratização do acesso do cidadão a este tipo de investimento e de participação no setor produtivo do país. Enfim, é nesse exato momento em que nos perguntamos: Qual é o real valor dessa companhia?

Através da análise detalhada da empresa, entenderemos como funciona sua dinâmica operacional, financeira e societária, as perspectivas e o peso em que cada variável tem no seu valor. Do ponto de vista metodológico, o leitor terá acesso ao método do Fluxo de Caixa Livre Para Firma, conhecendo seus conceitos, pressupostos, objetivos e mais que tudo sua aplicação.

Enfim, envidarei esforços tentando que, no final desta monografia, o leitor tenha as ferramentas necessárias para analisar a possibilidade de um investimento, estando apto a fazer uma análise comparando possíveis retornos e riscos *versus* o custo oportunidade.

É importante mencionar que, o objetivo desta análise não é indicar se é ou não um bom negócio tornar-se sócio da Romi. Essa interpretação caberá ao leitor fazê-la e possivelmente, conforme já mencionado, cada um terá uma percepção distinta, afóra os interesses específicos (individuais e corporativas) que orientam os investimentos dos diversos agentes econômicos. A regra básica para um investimento de longo prazo é comprar ações de companhias sólidas que tenham bons fundamentos e interesses alinhados, pois se houver valor em algum momento ele se manifestará provocando uma reprecificação no mercado acionário.

## **I.2 Empresa – Raio-X**

A Romi fundada em 1930 é uma empresa 100% (cem por cento nacional) cujo controle vem sendo exercido, desde sua criação, pela família Romi. Inserida no setor de bens de capital, a empresa atua em toda a indústria metal-mecânica e transformadora de plástico por injeção.

Possui um parque industrial com oito unidades fabris, totalizando cento e quarenta mil metros quadrados de área construída. Tem quarenta e nove pontos de atendimento ao cliente no Brasil, unidades de comercialização nos EUA, Alemanha e Argentina e representantes de vendas



em 20 países. Desde sua criação, fabricou mais de cento e trinta e cinco mil máquinas, das quais mais de vinte e cinco mil foram exportadas.

Possui capacidade de produção anual de três mil toneladas de máquinas, tem cerca de mil e setecentos funcionários e quatrocentos e cinquenta e um acionistas.

Investe anualmente cerca de seis por cento de seu faturamento em pesquisa e desenvolvimento, possui tecnologia própria e de ponta. Hoje, detém cerca de cem patentes depositadas em países das Américas, Europa e Ásia.

Está certificada de acordo com as normas ISO 9001, um fator importante que a credencia para atuar no competitivo mercado globalizado dos dias atuais.

Seus principais clientes são o setor automobilístico, autopeças e montadoras, mas também atende os setores de bens de consumo, farmacêutico, agroindustrial, embalagens, eletrodomésticos e toda a indústria de bens de capital em geral.

Atualmente, a Romi conta com uma rede de distribuição própria com trinta e três unidades, entre filiais e escritórios espalhados por todo o território nacional, além de duas subsidiárias, Romi *Machine Tools* e Romi Europa GmbH, respectivamente localizadas nos EUA e Alemanha.

A Romi também oferece a seus clientes serviços pós-venda através da RAI –Romi Assistência Integrada- dando suporte técnico via telefone para a solução de questões relacionadas à manutenção de máquinas Romi. Este serviço proporciona uma importante vantagem competitiva frente a seus concorrentes que são, na sua maioria, empresas estrangeiras e, como tal, com dificuldades para prestar assistência técnica no Brasil.

Seu *core business* é a área de máquinas ferramentas. A comercialização de seus tornos (máquinas utilizadas para modelar aço) corresponde a cerca de 62% (sessenta e dois por cento) de sua receita líquida. Um torno possui diversas especificações e detalhes, conforme trataremos mais cuidadosamente adiante, porém, na maioria das vezes é um produto *tradable*, isto é, facilmente exportado/importado e conseqüentemente com preço parametrizado em dólares.

Assim sendo, temos o câmbio como um fator fundamental para a competitividade da Romi bem como de toda a indústria nacional. Quanto mais desvalorizado estiver o real maior será sua competitividade frente aos produtos estrangeiros, pois para seus clientes os produtos Romi estarão mais baratos que os importados. Porém, não podemos nos prender apenas ao âmbito da receita, devemos também analisar o impacto do câmbio sob outras variáveis do seu ciclo de produção, em especial aos custos variáveis, o que trataremos detalhadamente no capítulo IV.

A Romi trabalha com alta capacidade ociosa, sendo possível aumentar sua produção em até trinta por cento só contratando mão de obra e fazendo investimentos marginais. Esta ociosidade

se traduz em mais uma vantagem competitiva, pois no caso de uma expansão na demanda da linha de seus produtos, a Romi estará mais apta a capturar essa expansão que outras companhias que necessitariam de investimentos em expansão de capacidade. Assim sendo, esta capacidade ociosa proporciona à empresa uma barreira à entrada de novos concorrentes. É importante mencionar que a capacidade ociosa é fruto do desaquecimento do setor e não uma estratégia pré-estabelecida.

A Indústrias Romi detém um *market share* significativo em seus mercados de atuação no Brasil: 50% (cinquenta por cento em máquinas ferramentas) e 40% (quarenta por cento para máquinas injetoras de plástico). Esta elevada participação lhe permite definir estratégias, tornando-a um *player* de extrema importância no setor .

Historicamente as exportações representam cerca de 22% (vinte e dois por cento) da receita líquida. Porém, nos dois últimos anos este índice caiu para 16% (dezesesseis por cento) devido ao fraco desempenho dos EUA (seu principal cliente estrangeiro) e a saída momentânea do mercado da Argentina devido a sua recente crise.

### **I.3 METODOLOGIA**

Utilizarei o método de avaliação conhecido como Fluxo De Caixa Livre Para Firma. Esse método é baseado no conceito de que o valor de uma companhia será determinado pelos fluxos de caixa futuros gerados pela operação de seus ativos trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflita o custo de capital do ativo em questão.

O Fluxo De Caixa Livre Para Firma é reconhecido como um dos melhores métodos de avaliação, sendo largamente utilizado em todo mundo, inclusive no Brasil.

A operação de uma firma pode ser financiada por duas fontes distintas: recursos pertencentes a seus acionistas e/ou recursos obtidos através da alavancagem, ou seja, da utilização de capital de terceiros. A metodologia que adotamos considera o Fluxo de Caixa Operacional Livre, que é a geração operacional de caixa da companhia, ajustada por alguns itens não operacionais específicos. Este fluxo servirá para remunerar tanto credores quanto acionistas, na medida em que não se deduz desses fluxos o resultado financeiro, que remunera o capital de terceiros. De modo a determinar o valor da companhia para seus acionistas, deve-se subtrair do valor presente dos fluxos a dívida líquida (DL) da companhia. Cabe observar que utiliza-se a dívida, líquida do caixa, na medida em que também não consideramos nos fluxos as receitas financeiras provenientes da aplicação

desse caixa, e que este já está refletido no valor da companhia ao ser deduzido de sua dívida total.

Para calcular o valor da companhia passarei as projeções dos fluxos para dólares, logo a dívida líquida e a taxa de desconto a serem utilizadas também serão apresentadas em dólar.

São quatro os componentes essenciais na determinação do valor de um ativo:

- Série de fluxos de caixa gerados pelo ativo;
- Taxa de desconto;
- Estrutura de capital do ativo;
- Posição de endividamento.

## O Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa a ser utilizado é conhecido como Fluxo de Caixa Operacional Livre (FCL) e sua composição é a seguinte:

	Receita líquida
-	Custos dos Produtos Vendidos
-	Despesas Operacionais
=	EBIT (lucro operacional antes de financeiro)
+	Depreciação
=	EBITDA (geração operacional de caixa)
<hr/>	
-	Imposto de Renda (alíquota incidente sobre o EBIT)
-	Investimento
(+/-)	Varição de Capital de Giro
(+/-)	Outros desembolsos (ex: minoritários, participações no lucro, etc)
<hr/>	
=	<b>FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL LIVRE</b>

As contas receita líquida, custos dos produtos vendidos e despesas operacionais variam de acordo com as premissas mercadológicas e operacionais assumidas.

O imposto de renda é calculado em função de uma alíquota a ser aplicada sobre os resultados operacionais da companhia (EBIT).

A depreciação será calculada de acordo com a taxa de depreciação (depreciação total/imobilizado bruto) utilizada pela companhia em seu último demonstrativo disponível. A depreciação variará de acordo com os investimentos efetuados pela companhia.

O investimento englobará qualquer gasto em aquisição ou manutenção de ativos fixos.

A variação de capital de giro se refere aos recursos alocados pela companhia em suas contas de giro, quais sejam estoques, clientes e fornecedores. Exemplificando: uma companhia que apresenta aumento em suas contas de clientes e estoques ou uma redução em sua conta de fornecedores está comprometendo uma parcela maior de seus recursos com o financiamento de suas operações, diminuindo assim os recursos disponíveis para remunerar seus acionistas e credores.

### **A Taxa de desconto**

Conforme previamente mencionado, a taxa utilizada para descontar os fluxos futuros de uma companhia deverá representar uma ponderação do custo de capital próprio da companhia e seu custo de endividamento. A seguir demonstraremos a metodologia de cálculo do custo de capital próprio

#### **Custo de Capital Próprio**

A metodologia de cálculo a ser utilizada para o custo de capital próprio segue os conceitos da teoria chamada *Security Market Line*. Essa abordagem se vale de diversos estudos econométricos para determinar qual será o retorno mínimo que um investidor irá requerer em investimentos com diferentes níveis de risco. Esse retorno mínimo é o assim chamado custo de capital próprio e será determinado pela seguinte equação:

$$R_e = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f], \text{ onde}$$

$R_f$  = taxa de retorno sem risco,

$E(R_m)$  = expectativa de retorno do ativo

$[E(R_m) - R_f] = \text{Prêmio de risco de mercado,}$

$\beta = \text{Risco sistemático do ativo em relação à média}$

$R_f \Rightarrow$  Assumirei uma taxa de 8% que se aproxima do rendimento normalizado até o vencimento do C-Bond, que vem sendo negociado ao seu valor de face, por este ser uma boa proxy da taxa de juros sem risco do Brasil.

$E(R_m) - R_f \Rightarrow$  O prêmio de risco de mercado é calculado em função do comportamento dos retornos obtidos em investimentos em ações nos E.U.A em relação ao retorno da taxa de juros de longo prazo, nos últimos 70 anos. O resultado desses cálculos é de 9,1% para ações de empresas mais sólidas e 14,0% para ações de empresas “small cap”, sendo este último o caso da Romi.

Beta  $\Rightarrow$  Mede qual será o risco não diversificável de um determinado ativo. O beta será determinado pela inclinação da reta obtida através de uma regressão econométrica entre o comportamento do preço de um determinado ativo em relação à um índice de preço diversificado.

Resumindo, o cálculo do custo de capital próprio de uma companhia seria feito conforme o exemplo:

Taxa de juros sem risco	8%
Prêmio de risco de mercado	14%
Beta	$\beta$
Custo de capital próprio ( $E(R_e)$ )	$= 8\% + \beta * (14\%)$

### Custo de Capital de Terceiros

O outro componente da taxa de desconto é o custo da dívida da companhia, ou seja o custo de capital de terceiros ( $R_d$ ). Assumiremos o custo ponderado dos empréstimos atuais da companhia ( $d$ ), conforme as demonstrações contábeis mais recentes da companhia. Sobre este custo incidirá o benefício fiscal da alavancagem  $(1-t)$ , que terá o efeito de reduzir o custo de capital de terceiros.

$R_d = d \cdot (1-t)$ , onde

$t$  = taxa efetiva de impostos.

$(1-t)$  = benefício fiscal da alavancagem

### O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

A taxa de desconto refletirá a ponderação entre custo de capital próprio e capital de terceiros. Essa ponderação se faz necessária, na medida em que os fluxos de caixa que estão sendo estimados refletem a remuneração de recursos de acionistas, representados pelo custo de capital próprio e credores, representados pelo custo de capital de terceiros. Assumiremos como fator de ponderação a estrutura de capital atual da companhia.

A estrutura de capital será função da participação de cada provedor de capital (acionistas ou credores) no capital total investido na companhia.

$$V = E + D \text{ onde:}$$

$V$  = valor total da empresa

$E$  = capital próprio

$D$  = capital de terceiros

Se dividirmos os dois lados da equação acima por “ $V$ ”, ou seja, o valor total da empresa, teríamos a proporção de capitais próprios e de terceiros no valor total da empresa.

$$100\% = E/V + D/V$$

Logo, a equação que determinará o custo médio ponderado de capital (WACC) será:

$$(R_e * E/V) + (R_d * D/V)$$

Enfim, tendo calculado os fluxos de caixa e a taxa de desconto, podemos montar a equação que determinará o valor presente de uma companhia para seus acionistas:

$$\frac{\sum FCL}{(1 + R)^t} - (DL), \text{ onde}$$

$$1+[WACC]n$$

$\Sigma FCL$  = Somatório do valor presente dos fluxos de caixa operacionais livres gerados pelo ativo;

DL = dívida líquida;

N = número de períodos do fluxo,

OBS: Para simplificarmos o exemplo acima, não consideramos crescimento na perpetuidade.

## **CAPITULO II – O SETOR DE BENS DE CAPITAL**

Este capítulo não tem a pretensão de elaborar um diagnóstico do setor de bens de capital. Seu objetivo é apresentar algumas características relevantes do setor para a análise proposta nesta monografia bem como oferecer subsídios para um melhor entendimento do desempenho da Romi e suas perspectivas para os próximos anos.

O investimento em bens de capital representa uma dimensão importante do investimento produtivo, uma vez que, além de propiciar a ampliação da capacidade produtiva, viabiliza o aumento da produtividade média da economia. Por isso é considerado um dos setores-chave para o processo do desenvolvimento econômico. A competitividade de toda a indústria depende da existência de um forte setor de bens de capital, atuando como difusor de progresso técnico para toda a economia.

“O que define um bem como de capital é a sua utilização em contínuos processos produtivos de outros bens e serviços, sem que sofram transformação, como ocorre com os insumos ... por exemplo, a geladeira que temos em casa para conservar os alimentos da família é um bem de consumo durável; enquanto que a mesma geladeira utilizada em um restaurante é um bem de capital”<sup>1</sup>

Os produtos são muito heterogêneos e são classificados como seriados (fabricados em grande escala de forma padronizada exemplos: máquinas agrícolas, tratores, caminhões) e como sob encomenda (produzidos com características técnicas associadas a um determinado processo produtivo, como exemplo: turbinas das usinas hidrelétricas, plataformas de petróleo). O porte das empresas é bastante variado, desde pequenas e médias empresas familiares até as grandes multinacionais. A produção sofisticada de bens de capital no mundo está concentrada nos Estados Unidos, Japão, Alemanha e Itália. Dos países em desenvolvimento, além do Brasil, somente a Coreia do Sul, Taiwan, China e México possuem um setor expressivo.

Um forte setor nacional de bens de capital é também fundamental para reduzir a vulnerabilidade externa da economia. Assim sendo, quanto maior a proporção de bens de capital que já seja produzida internamente, menor será a propensão do país a importar, mesmo com o crescimento da taxa de investimento, afora a geração de folga no balanço de

---

<sup>1</sup> ALEM, Ana Claudia - Instrumentos da Atração de Investimentos para o Setor de Bens de Capital , In: O Futuro da Indústria de Bens de Capital- 2004 – p.28



pagamentos. A decisão de investir no setor de bens de capital é definida por diversos fatores: perspectivas de crescimento do PIB, taxa de câmbio, taxa de juros, dinamismo do mercado interno, entre outros.

A indústria de bens de capital no Brasil teve um crescimento irregular, marcado por crises seguidas da retomada do crescimento. A consolidação do setor ocorreu na segunda metade da década de 70, durante a implementação do II Plano Nacional de desenvolvimento-II PND, embora a indústria tenha sido implantada nos anos 50 com o realização do Plano de Metas do presidente JK. A indústria de bens de capital no Brasil atingiu seu nível máximo de produção e de tamanho do mercado interno em 1980.

Até o final da década de 80, o comportamento do coeficiente de importação do setor guardava estreita relação com o desempenho da produção, ou seja, relacionado com a média do crescimento do PIB brasileiro. Em 90 esta relação foi rompida com a abertura comercial que eliminou importantes barreiras às importações e caracterizou esta década para o setor como a da substituição da produção nacional pela estrangeira. “...em função do aumento do coeficiente médio de importação, a indústria necessita realizar um esforço de upgrading de seus produtos, por meio do aumento do conteúdo tecnológico, procurando com isso, evitar a competição por preços, bem como a especialização em produtos maduros menos sofisticados<sup>2</sup>

Ao longo dos anos 90, houve um aumento da participação de empresas multinacionais, em especial, no setor de bens sob encomenda que demandam mais tecnologia. Atualmente a produção de máquinas-ferramenta, nos países em desenvolvimento, é realizada apenas no Brasil e na Índia e, em nível muito inferior, na Argentina e no México

Nos anos 90, a maior parte de investimentos em bens de capital foi direcionada para a melhoria da qualidade, a redução dos custos e o aumento da produtividade, sem investimentos expressivos voltados para a expansão da capacidade produtiva.

Em 2000 o mercado brasileiro de bens de capital equivalia a 60% (sessenta por cento) do que fora em 1980.

Para enfrentar esta adversidade a indústria nacional realizou importantes esforços:

- Reorganização da estrutura produtiva;
- Investimento em métodos de gestão;

---

<sup>2</sup> CAFÉ, S, NASSIF, A., SOUZA, P. e SANTOS, B. – Notas Preliminares sobre o Desempenho Competitivo da Indústria de Capital Brasileira no Período Recente – In: BNDES Setorial nº 20 - 2004

- Especialização em nichos de mercado, redefinindo e reduzindo sua gama de produtos;
- Desverticalização dos processos produtivos; e
- Acordos de cooperação e joint-ventures internacionais.

Como consequência, registrou-se um aumento de produtividade e da qualidade dos produtos, aliada ao ajustamento do número de empresas e plantas às escalas técnicas eficientes.

No momento, um dos principais desafios do setor de bens de capital é identificar os seus segmentos de maior potencial de substituição competitiva das importações e fomento exportador, adequando-se, dessa forma, aos objetivos da nova política industrial e beneficiando-se do esforço do governo federal de incrementar nossas exportações.

## CAPITULO III – INDÚSTRIAS ROMI

### III.1 Histórico

A Indústrias Romi foi fundada em 1930 por Américo Emílio Romi na cidade paulista de Santa Bárbara D'Oeste como uma pequena oficina mecânica. Já ao montá-la, a idéia inicial era a de estender as suas atividades ao ramo de retífica de motores.

Cinco anos mais tarde, a oficina de Romi passaria a produzir máquinas agrícolas, tornando-se conhecida como a maior fabricante desse tipo de equipamento no Brasil, e introduzindo modificações que permitiam maior produtividade agrícola: as semeadeiras, adubadeiras e arados desenhados e fabricados por Romi tinham ampla aceitação na lavoura.

Em 1941 a Romi iniciou a fabricação de tornos universais, comercializados inicialmente com a marca "IMOR" e posteriormente, também com a marca "ROMI", que passaria a ser a principal atividade de sua indústria. A empresa realizou suas primeiras exportações em 1944.

No início dos anos 50, no Brasil só haviam carros importados, em sua maioria dos Estados Unidos, e nessa mesma época, também começavam a serem montados modelos como o Volkswagen Sedan, ainda com baixo índice de nacionalização.

Fabricar automóveis no Brasil era uma prioridade do presidente Juscelino Kubitschek. Prometendo realizar "50 anos em 5", JK assinou em dezesseis de maio de 1956 o decreto no. 39.412, que criava o Grupo Executivo da Indústria Automobilística (GEIA). Coube ao GEIA estabelecer as regras para implementação da indústria automobilística brasileira. Assim sendo, a Romi viu no Isetta uma oportunidade de popularizar o automóvel no Brasil.

A Romi havia obtido já em 1953 a licença para a produção brasileira do Isetta. Lançado em setembro de 1956, com um desfile dos carrinhos por avenidas de São Paulo, a publicidade do Romi-Isetta falava em "rodar a frente do progresso", anunciando-o "para orgulho de todos os brasileiros".



***Várias marcas produziram o Isetta sob licença, como a Indústrias Romi no Brasil. Mas o carrinho não se enquadrava nas normas do GEIA, o que selou seu destino por aqui. Fonte: Best Cars Web Site***

No entanto, em 26 de fevereiro de 1957 o GEIA publicava o decreto 41.018, que concedia incentivos fiscais, cambiais e financeiros, entre outros, a empresas que produzissem automóveis que se enquadrassem em diversas características, entre elas a capacidade para quatro ou mais passageiros e a presença de pelo menos duas portas. Por não atender aos requisitos, o Isetta não mereceu os incentivos da época e teve seu preço dobrado, tornando-se desinteressante ao consumidor.

Outro pioneirismo do grupo foi em 1957 quando Emílio Romi e sua esposa instituíram a fundação Romi, instituição sem fins lucrativos, destinada a prestar assistência médica hospitalar, educação e lazer aos funcionários e seus dependentes. Esta atitude beneficiando empregados era, naquela época, muito pouco usual e demonstra desde esta época uma preocupação com a responsabilidade social da empresa, conceito este, que só recentemente vem sendo implementado pelas empresas brasileiras.

Desde 1965, quando inaugurou a sua Unidade Central de Comercialização em São Paulo e procedeu também a abertura de outras quatro filiais em Belo Horizonte (MG), Curitiba (PR), Porto Alegre (RS) e Rio de Janeiro (RJ), a empresa começou a comercializar diretamente seus produtos.

Em 1962, a empresa tornou-se uma sociedade anônima de capital aberto e um ano depois lançou sua primeira linha de máquinas injetoras de plástico e logo após deu início à atividade de fundição.

Recentemente, em Outubro de 2003, a Romi foi recertificada na norma ISO 9001 versão 2000, abrangendo o seguinte escopo: Projeto, Desenvolvimento, Produção, Vendas e Serviços Associados de Máquinas-Ferramenta, Máquinas Injetoras de Plástico, Sistema de Alta Precisão para Usinagem de Furos e Produção e Vendas de Ferro Fundido Cinzento e Nodular, Peças Usinadas e Serviços de Usinagem.

A certificação Romi é reconhecida pela maioria dos mercados em que atua.



***O Sistema de Gestão da Qualidade Romi, certificada desde 1994, é auditado pelo [ABS Quality Evaluations, Inc.](#), considerado uma das melhores empresas de auditoria com experiência comprovada em certificação de Sistemas da Qualidade em todo o mundo.***

Visando expandir sua atuação nos EUA, a Romi inaugurou, em 1985, sua subsidiária de vendas neste país denominada Romi *Machine Tools*. Em 1998, objetivando a ampliação das vendas para este mercado, a empresa ampliou e revitalizou a atuação de sua subsidiária, implantando um Centro de Distribuição em conjunto com um *Technical Center*, e atuando em consonância com seu tradicional distribuidor nos EUA e Canadá, a *Bridgeport Machines, Inc.*

Dando continuidade ao programa de diversificação das exportações, tendo como foco o Continente Europeu, em junho de 2001 a empresa abriu uma subsidiária integral na Alemanha, localizada em Gross-Gerau, na região de Frankfurt, denominada Romi Europa GmbH. Essa subsidiária tem como objetivo a venda e distribuição de seus produtos, incluindo partes e peças e serviços de assistência pré e pós-venda.

Nos dias de hoje, o complexo industrial denominado "Indústrias Romi" é o maior fabricante de máquinas-ferramenta – tornos, fresadoras e injetoras de plástico – de toda a América Latina.

Hoje, é grande supridora do mercado nacional de máquinas ferramentas, e exporta parte considerável de sua produção, vinte e cinco por cento, atendendo nada menos que 40 países espalhados por 3 continentes.

### III.2 Controle Acionário

A estrutura de capital da Romi é composta por cinquenta e três por cento de ações ordinárias com direito de voto nas assembleias gerais e ordinárias e quarenta e sete por cento de ações preferenciais sem direito a voto (53% ON e 43% PN). Existe um acordo de acionistas firmado em agosto de 1986 envolvendo parte das ações ordinárias. A companhia em dezembro de 2003 tinha 451 (quatrocentos e cinquenta e um) acionistas, sendo 34 (trinta e quatro) destes, investidores institucionais.

A Romi é controlada basicamente pela família Romi através da Fênix Empreendimentos S.A que possui 69% (sessenta e nove por cento) das ações ordinárias e 41% (quarenta e um por cento) das ações preferenciais, totalizando 55% (cinquenta e cinco por cento) do capital total.

Os fundos da Hedging Griffio, um grande administrador de recursos do mercado de ações brasileiro, possui 27% (vinte e sete por cento) das ações preferenciais ou 13% (treze por cento) do capital total.

Abaixo, segue uma tabela com a composição acionária:

#### COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

INDÚSTRIAS ROMI	ON (%)	PN (%)	TOTAL (%)
Fênix Empreendimentos S.A.	69	41	55
Bradesco Seguros S.A.			
Vega Empreend e Partic S.A.			
HEDGING GRIFFO		27	13
Outros	31	32	32
Total	100	100	100

Como podemos observar, o *free float* (ações que estão no mercado e não nas mãos do controlador ou de qualquer outro grande acionista) é muito baixo: na classe das ordinárias temos 31% (trinta e um por cento) das ações em circulação ou aproximadamente R\$54 milhões de

reais, na classe das preferenciais temos 32% (trinta e dois por cento) das ações em circulação ou aproximadamente R\$49 milhões de reais.

Como consequência do baixo *free float* a ação apresenta liquidez reduzida aumentando o desconto atribuído pelos agentes em seu *valuation*.

Por outro lado, o fato do controlador deter grande percentual da companhia, 55% (cinquenta e cinco por cento), participar das decisões do dia a dia desta, (os acionistas da Fênix Empreendimento S.A compõem o conselho de administração, conselho fiscal, diretoria, presidência e vice-presidência) permite um alinhamento de interesses do grupo controlador com os acionistas minoritários. Com grande percentual da companhia em mãos, os controladores tendem a ter uma maior preocupação com o preço da ação e com a distribuição de maiores dividendos, aspectos semelhantes aos objetivos dos minoritários.

Abaixo, segue uma tabela com o cálculo do *pay out* (índice de distribuição de lucro utilizado pelo mercado:  $Pay Out = \text{Montante distribuído} / \text{Lucro líquido}$ ).

EXERCÍCIO	MONTANTE DISTRIBUÍDO	LUCRO LÍQUIDO	PAY OUT
2000	6.526	17.316	<b>37,7%</b>
2001	7.374	18.615	<b>39,6%</b>
2002	9.970	26.167	<b>38,1%</b>
2003	16.000	45.300	<b>35,3%</b>

Conforme verificamos na tabela acima a empresa vem mantendo nos últimos quatro anos um *Pay Out* superior a 35% (trinta e cinco por cento) do lucro líquido. De acordo com a legislação brasileira a distribuição de lucros deve ser de no mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido.

Através do artigo 11 da instrução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 358 as companhias abertas são obrigadas a divulgar todo o mês o percentual detido pelos administradores, diretores, membros do conselho fiscal e outros órgãos técnicos ligados à companhia. Abaixo seguem duas tabelas com a composição acionária da Fênix Empreendimentos e outra com os interesses econômicos dos diretores, administradores e conselheiros na Romi:

FÊNIX EMPREENHIMENTOS	ON (%)	PN (%)	TOTAL (%)	
Carlos Guimarães	8,1		8,1	COMPOSIÇÃO CONSELHO DE ADM E DIRETORIA =>ROMI
Eugênio Guimarães	8,1		8,1	=> MEMBRO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
Juliana Guimarães	8,1		8,1	=> MEMBRO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
Giordano Romi	6,0		6,0	=> VICE PRESIDENTE, CONSELHO E DIRETORIA
Cláudia Romi	6,0		6,0	
Ana Reg. Romi	6,0		6,0	
Roberto Seabra Romi	6,0		6,0	
Américo E. Romi	6,0		6,0	=> PRES. CONSELHO E DIRETORIA
Jose C. Romi	6,0		6,0	=> MEMBRO CONSELHO; DIRETOR INDUSTRIAL
Maria Romi	6,0		6,0	
André Romi	6,0		6,0	
Sandra Romi	4,8		4,8	
Frederico Romi	4,8		4,8	
Paulo Romi	4,8		4,8	=> DIRETOR INDUSTRIAL
Patrícia Romi	4,8		4,8	=> MEMBRO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
Adriana Romi	4,8		4,8	=> MEMBRO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
Outros	3,5		3,5	=> TEMOS MAIS 3 MEMBROS DO CONSELHO
TOTAL	100	0	100	

	% FENIX	% ROMI
<b>INTERESSES ECONÔMICC</b>		
CONSELHO DE ADM	27,91	15,35
DIRETORIA	6,21	3,42
CONSELHO/ DIRETORIA	6,00	3,30
VICE E PRESIDENTE	12,04	6,62
<b>TOTAL</b>	<b>52,16</b>	<b>28,69</b>

**Obs: A Fênix detém 55% do capital total da Romi**

Portanto, através da Fênix, esses membros (conselho de administração, diretoria, presidente e vice-presidente) que são os responsáveis por tomar as decisões do dia a dia da empresa, até setembro de 2004 possuem vinte e nove por cento da Romi.

É comum em nosso mercado acionário observar empresas comandadas por executivos que detém participações mínimas ou até nulas nas ações de suas empresas, o que sem dúvida, reduz o interesse econômico destes na empresa.

### III.3 Estrutura Operacional

Analisaremos a estrutura operacional em quatro itens, um para cada produto oferecido: tornos, máquinas injetoras de plástico, fundidos e usinados e a ferramenta Romicon.



### III.3.1 – Tornos

O que é um torno?

Sem pretender esgotar a definição de torno, em especial em relação aos seus aspectos tecnológicos, pois não se aplica ao escopo do presente trabalho, podemos afirmar que um torno tem como função básica modelar um pedaço de aço. Existem basicamente dois tipos de torno: o torno horizontal que da forma cilíndrica ao aço e o torno vertical, também conhecido como centro de usinagem, que vem ganhando participação no mercado.

Hoje em dia, os tornos são quase todos a CNC ou seja, possuem controle computadorizado o que possibilita, aos engenheiros, fazerem sua programação. Pode-se dizer que este tipo de torno (a CNC) dominou o mercado. A Romi, por necessidade de se adequar a padrões internacionais, além do painel computadorizado ROMI de fabricação própria, oferece a seus clientes de tornos CNC os painéis da SIEMENS muito utilizado nos EUA, e o da GE mais freqüente na Europa. Se por um lado estas características se traduzem em ganhos de produtividade e explica o aumento de sua participação no mercado, por outro lado, as compras destes painéis passaram a representar um elevado item nos seus custos de produção: cerca de quarenta e cinco por cento de todas as compras com matérias primas.

Um torno tem vida útil de aproximadamente vinte anos. Porém, ao longo dos anos observa-se claramente uma demanda por modernização e não simples reposição. Historicamente, diversas evoluções tecnológicas foram implementadas na maneira dos tornos trabalharem: velocidade, flexibilidade, computadorização, entre outros, atendendo portanto as demandas de modernização.

A Romi concentrou sua produção, que tem um ciclo de seis meses, em tamanhos e modelos específicos de tornos, possibilitando assim, a fabricação em série e o acúmulo de estoques. Esta estratégia, possibilita a redução do prazo de entrega à clientes, dando mais um diferencial em relação à seus concorrentes.

A venda de tornos representa 62% (sessenta e dois por cento) da receita líquida e possui margem bruta (lucro bruto/recita líquida) em torno de 42% (quarenta e dois por cento).

25% (vinte e cinco por cento) da produção de tornos é exportada. No mercado interno seu *market share* é próximo dos 50% (cinquenta por cento), os tornos importados detêm 40% (quarenta por cento) e 10% (dez por cento) são referentes às pequenas fábricas pelo Brasil. É

importante mencionar, que dado seu foco de produção para alguns determinados modelos de torno, seu *market share* em sua real área de atuação é maior ainda.

As vendas por setor são direcionadas da seguinte maneira: 33% (trinta e três por cento) para autopeças, 10% (dez por cento) agroindústria, de 2% - 3% (dois a três por cento) indústria médica e governo e o restante é bastante pulverizado.

Seus principais concorrentes, as empresas estrangeiras, encontram-se sediadas nos países da Ásia também conhecidos como tigres asiáticos: Japão, China, Taiwan, Coreia, entre outros.

### III.3.2 Maquinas Injetoras de Plástico

O mercado de maquinas injetoras de plástico vem se deprimindo relativamente ao longo dos últimos anos, dando algum sinal de melhora somente este ano de 2004 acompanhando a retomada da economia. É sem dúvida um *business* de margens inferiores às dos tornos. Sua demanda é caracterizada por reposição de máquinas ou expansão de fabricas.

O ciclo médio de produção é também de seis meses. A Romi fabrica máquinas de pequeno, médio e grande porte.

Conforme mencionado anteriormente a Romi trabalha com alta capacidade ociosa, podendo elevar em até 30% (trinta por cento) sua produção. Essa elevação na produção pode ser convertida tanto para a fabricação de tornos como máquinas injetoras de plástico, para tanto, só seria necessário à contratação de mais mão de obra e a realização de alguns investimentos marginais.

A venda de máquinas injetoras de plástico é responsável por 12% (doze por cento) da receita líquida, percentual que vem diminuindo ao longo dos anos. No mercado interno o *market share* da ROMI é de 40% (quarenta por cento), os importados também detém 40% (quarenta por cento) enquanto que os 20% (vinte por cento) restantes estão divididos entre outras empresas nacionais do setor.

As vendas de máquinas injetoras de plástico pela ROMI têm a seguinte distribuição por setor: 15% (cerca de quinze por cento) para o setor automobilístico, 10% (dez por cento) para o setor de embalagens, 10% (dez por cento) para o setor de eletrodomésticos e de 6% (seis por cento) para a indústria médica.

### **III.3.3 Fundidos e Usinados um “novo mercado” em expansão**

O serviço de fundir e usinar feitos ao mesmo tempo pode ser considerado quase como um novo produto/serviço oferecido pela Romi. A empresa começou a combinar os processos de fundição e usinagem com o intuito inicial de atender a sua própria demanda interna. A partir de então, as “sobras”/excesso de capacidade passaram a ser oferecidas ao mercado.

As montadoras rapidamente passaram a valorizar esse serviço e se tornaram os principais clientes neste nicho. Nenhum prestador de serviço oferecia, até então, esta combinação de fundição e usinagem, o que ocasionava freqüentemente, além de não maximizar o tempo, problemas de descasamento em uma das pontas, pois as peças eram fundidas por um prestador de serviço e usinadas por outro.

Portanto, tendo em vista esta vantagem comparativa frente a seus concorrentes a Romi conseguiu rapidamente capturar mercado de seus concorrentes e trabalha hoje a 100% (cem por cento) de sua capacidade em fundidos e usinagem. Em decorrência das boas perspectivas observadas pela companhia para esta unidade, a Romi destinará dentro dos próximos dois anos R\$ 16 milhões de reais no aumento da capacidade produtiva.

Segundo o diretor de relações com investidores da companhia, esta consegue um retorno sobre o patrimônio líquido ( $ROE = \text{Lucro líquido} / \text{Patrimônio líquido}$ ) de aproximadamente 33% (trinta e três por cento) nesta unidade, bem acima dos 12% (doze por cento) observados no consolidado, ou seja, levando em conta todas as operações. A receita com fundidos e usinados representa em torno de 18% (dezoito por cento) da receita líquida.

### **III.3.4 Romicron**

A Romi desenvolveu um sistema rotativo para broqueamento de furos de alta precisão, denominado Romicron. Esse produto é um advento sem precedentes no campo da usinagem por broqueamento de alta precisão, pois seus padrões de tolerância estão dentro da faixa do micron, isto é, 0,001 mm, sem a interveniência de qualquer meio de operação complementar de "acabamentos" de furos, permitindo ganhos consideráveis com custos de produção.



**Linha Romicon SVU**

O Romicon consiste numa espécie de “caixa de ferramentas” automatizada que juntamente com o controle computadorizado, permite uma longa programação da máquina resultando em expressivos ganhos de produtividade e redução na necessidade de mão de obra.

Sua participação na receita ainda é muito pequena, algo em torno de 2% (dois por cento) e oitenta por cento de sua produção é voltada para a exportação.

**Resumo da participação dos produtos na composição da receita líquida e *market share*:**

<b>Produtos</b>	<b>Participação na Receita Líquida</b>	<b>Market Share Mercado Interno</b>
Tornos	62%	50%
Injetoras de Plástico	12%	40%
Fundidos e Usinados	18%	
Romicron	2%	
Serviços e Outros	6%	
Total	100%	

## CAPITULO IV – ANÁLISE ECONÔMICA FINANCEIRA

### IV.1 Análise da receita

A receita da Romi, conforme já mencionado no capítulo anterior, é fortemente influenciada pelo câmbio, já que seus principais produtos, tornos mecânicos e máquinas injetoras de plástico, têm seus preços parametrizados em dólares.

As deduções, impostos em geral, representam cerca de 16% (dezesseis por cento) da receita bruta. Assim sendo, chegamos a receita líquida que, em reais, cresceu 21% (vinte e um por cento) nos últimos doze meses e 54% (cinquenta e quatro por cento) nos últimos três anos, o que representa uma média de 15,5% (quinze e meio por cento) ao ano, ou seja, sua taxa de crescimento vem aumentando recentemente (21% x 15,5%) permitindo uma diluição dos seus custos fixos. Em dólares, sua receita teve crescimento de apenas 2% (dois por cento) nos últimos doze meses e queda de 21% (vinte e um por cento) nos últimos três anos por conta da desvalorização do real no período de 57% (cinquenta e sete por cento).

Não obstante a receita líquida da Romi ser dependente da taxa de câmbio, o desempenho do setor no mercado interno também é determinante para a empresa, uma vez que suas vendas internas representaram 84% (oitenta e quatro por cento) da receita líquida em 2003. A demanda por bens de capitais em geral tem alta correlação com a atividade econômica, principalmente com o desempenho do setor industrial. No caso da Romi existe uma forte correlação com o setor automobilístico, responsável por aproximadamente 33% (trinta e três por cento) de suas vendas.

Outro fator determinante é a taxa de juros, já que seus clientes em geral têm alta necessidade de financiamentos para a realização das encomendas das máquinas. 70% (setenta por cento) das vendas feitas para o mercado interno são através da Finame (linha de crédito do BNDES). O cliente Romi para pegar um financiamento observa/avalia as taxas de juros presentes e futuras que no caso da Finame são indexadas pela TJLP (taxa de juros de longo prazo), indicador este fixado a cada trimestre pelo governo federal.

Dentre suas áreas de atuação, a produção de fundidos e usinados vem se destacando pelo seu crescimento em volume, receita e participação sobre a receita líquida que em 2003 alcançou o percentual de 18% (dezoito por cento). Conforme informações da companhia

este percentual pode quase dobrar com os investimentos que serão destinados a expansão da capacidade nesta área.

A participação sobre a receita líquida das vendas de tornos vem se mantendo constante, em torno de 62% (sessenta e dois por cento), ao longo dos anos. Já as máquinas injetoras de plástico vêm perdendo participação representando hoje cerca de 12% (doze por cento) versus 16% (dezesseis por cento) em 1999. Por outro lado, o mercado de máquinas injetoras de plástico após anos de recessão vem dando sinais de melhora neste ano de 2004.

Apesar da grande dependência do mercado interno para o bom desempenho da receita líquida, a Romi não tem grande dependência de nenhum cliente em especial. Seu principal cliente está na área de máquinas ferramentas e representa 7% (sete por cento) de sua receita líquida e os seus cinco principais clientes representam apenas 14% (quatorze por cento) de toda sua receita líquida. Essa característica aumenta o poder de barganha da companhia frente a seus clientes e permite mais poder nas negociações.

A seguir quadro destacando principais clientes nas diferentes áreas de atuação:

#### **CLIENTES**

##### **MÁQUINAS-FERRAMENTA**

	<b>localização</b>	<b>% de part na Rec Líq</b>
Tmt Motoco Do Brasil	Brasil	<b>6,75</b>
Romi Machine Tools	subsidiaria	4,31
Semeato S/a Ind e Com	N/D	1,06
Marchesan Impl Maq Agrc Tatu	Brasil	0,94
Eaton	N/D	0,93
<b>Clientes Diversos</b>		<b>48,99</b>
<b>TOTAL</b>		<b>63,0</b>

##### **INJETORAS DE PLÁSTICO**

	<b>localização</b>	<b>% de part na Rec Líq</b>
Compaz Componentes	Brasil	1,24
Huhtamaki Do Brasil	Brasil	0,61
Indst Arteb	Brasil	0,37
Bomix	Brasil	0,37
<b>Clientes Diversos</b>		<b>9,09</b>
<b>TOTAL</b>		<b>11,68</b>

##### **OUTROS (fundidos e usinados, peças e serviços)**

	<b>% de part na Rec Líq</b>
<b>Clientes Diversos</b>	<b>23,59</b>
<b>TOTAL</b>	<b>23,59</b>

## IV.2 Análise dos custos operacionais

Conforme as exigências da Lei das S.A e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as companhias de capital aberto têm obrigação de divulgar juntamente com seus balanços o DRE (demonstração do resultado do exercício). Atendendo a esta exigência, a Romi informa seus custos operacionais dividindo-os em CPV (custo do produto vendido) e as despesas operacionais divididas em: despesas com vendas e despesas administrativas.

Os custos com produto vendido(CPV) representam, na média dos últimos três anos, 55% (cinquenta e cinco por cento) da receita líquida, o que é o mesmo que dizer que a companhia possui neste mesmo período margem bruta (Mg bruta = lucro bruto / receita líquida) de 45% (quarenta e cinco por cento).

As despesas operacionais representam cerca de 28% (vinte e oito por cento) da receita líquida. A despesa com vendas representa cerca de 45% (quarenta e cinco por cento) de todas as despesas operacionais ou 13% (treze por cento) da receita líquida.

A divulgação de apenas esses itens não nos possibilita uma maior visibilidade de seus custos: custos variáveis, custos fixos, percentual dos custos expostos ao câmbio e outros. Porém, através do Relatório de Administração podemos obter o montante dos gastos com mão de obra e através do IAN (Informações Anuais) enviado a CVM foi possível visualizar o total de gastos com compras (matérias primas). Assim sendo, podemos fazer uma conta de modo a nos dar uma noção melhor do perfil de seus custos, o raciocínio segue na tabela abaixo:

### ABERTURA DE CUSTOS

R\$ - 1000	1	2	3
CPV + DESP OPER- DEPR	183.473	189.426	271.246
GASTOS C/ COMPRAS (mat prima)	35.787	52.765	76.405
% DO CPV + DESP OPER- DEPR	20%	28%	28%
GASTOS C/ PESSOAL	68.200	82.900	93.800
% DO CPV + DESP OPER- DEPR	37%	44%	35%
ENERGIA + outros	79.486	53.761	101.041
% DO CPV + DESP OPER- DEPR	43%	28%	37%

Podemos observar um crescimento de 47% (quarenta e sete por cento) nos seus custos operacionais totais, atingindo R\$ 271,2 milhões de reais enquanto que sua receita líquida cresceu apenas 43% (quarenta e três por cento) reduzindo assim a margem do lucro operacional da companhia.

Na média, as compras de matéria prima representaram 25% (vinte e cinco por cento) dos custos totais, o gasto com pessoal, incluindo assistência técnica, médica, treinamento e outros representou 39% (trinta e nove por cento) e finalmente, gastos com energia e outros representou 36% (trinta e seis por cento). Através de conversas com a empresa sabemos que quarenta e cinco por cento das compras de matéria primas têm seus preços em dólares e logo, sofrem com as variações cambiais.

Deste modo, podemos ter uma visão mais clara da composição de seus custos, sendo possível mensurar/estimar os impactos que mudanças nas variáveis macro/micro econômicas causarão em seus custos.

Seus produtos têm preços internacionais, parametrizados em dólar, portanto sua receita tem alta correlação com dólar enquanto que somente parte de seus custos acompanha a variação do câmbio. Logo, não havendo qualquer externalidade negativa para a empresa sobre seus custos e/ou receita, podemos afirmar que do ponto de vista operacional um real desvalorizado proporciona ganhos de margem para a Romi.

Como exemplos para esta situação podemos citar uma desvalorização do real acompanhada de uma forte desaceleração econômica, reduzindo seu volume de vendas ou talvez a companhia possua dívida em dólar sem qualquer tipo de proteção (o que não é o caso, conforme veremos a seguir no IV.4) isto provocaria uma maior despesa financeira. Enfim, nesses dois casos uma desvalorização pode não ser positiva. O funcionamento econômico não é linear, existem diferentes combinações possíveis para as variáveis cada qual trazendo um resultado final diferente.

Em conversa com o responsável pelo departamento de relações com investidores da Romi, ele afirmou que *ceteris paribus* (tudo mais constante), um câmbio de três reais e quarenta centavos de real por dólar (US\$/R\$ = 3,40) seria o patamar ideal para a companhia do ponto de vista de rentabilidade e competitividade.

### **IV.3 Lucro Operacional**

O lucro operacional representa o quanto de caixa a atividade operacional está gerando. Basicamente, é o lucro antes da receita/despesa financeira, imposto de renda,



amortização e depreciação convencionado pelo mercado como EBITDA (*Earn Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ou geração de caixa.

O cálculo do Ebitda se dá pela soma do Ebit (receita líquida – CPV – despesas operacionais) com a depreciação. Dividindo este pela receita líquida temos a margem Ebitda que mede a rentabilidade das operações.

Este indicador é muito importante, pois nos permite visualizar a lucratividade do negócio. Talvez, seja um dos indicadores mais utilizados pelos profissionais do mercado para análise de empresas.

A seguir tabela com a fotografia operacional da Romi nos últimos cinco anos:

D.R.E.	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Receita Líquida</b>	<b>128.467</b>	<b>207.774</b>	<b>231.880</b>	<b>236.389</b>	<b>332.167</b>
<b>CPV</b>	<b>81.605</b>	<b>128.868</b>	<b>128.086</b>	<b>128.297</b>	<b>188.497</b>
<i>% da Receita Líquida</i>	63,5%	62,0%	55,2%	54,3%	56,7%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>46.862</b>	<b>78.906</b>	<b>103.794</b>	<b>108.092</b>	<b>143.670</b>
<i>Margem Bruta</i>	36,5%	38,0%	44,8%	45,7%	43,3%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>36.185</b>	<b>55.100</b>	<b>65.222</b>	<b>69.026</b>	<b>89.836</b>
<i>% da Receita Líquida</i>	28,2%	26,5%	28,1%	29,2%	27,0%
Vendas	18.219	26.471	29.322	30.870	41.511
Administrativas	17.966	28.629	35.900	38.156	48.325
<b>EBIT</b>	<b>10.677</b>	<b>23.806</b>	<b>38.572</b>	<b>39.066</b>	<b>53.834</b>
<b>Margem EBIT</b>	8,3%	11,5%	16,6%	16,5%	16,2%
Depreciação e Amortizações	9.849	8.306	9.835	7.897	7.087
<b>EBITDA</b>	<b>20.526</b>	<b>32.112</b>	<b>48.407</b>	<b>46.963</b>	<b>60.921</b>
<i>Margem EBITDA</i>	16,0%	15,5%	20,9%	19,9%	18,3%

Fonte: DRE

Como podemos ver sua geração de caixa foi sempre positiva e crescente, na média dos cinco anos seu Ebitda cresceu 24% (vinte e quatro por cento) ao ano, o que não significa que a empresa obteve lucro nesses exercícios. A rentabilidade de suas operações medida pela margem Ebitda ficou na média dos últimos cinco anos em dezoito por cento.

#### IV.4 – Dívida

A análise da quantidade e qualidade do endividamento de uma empresa passa por diversos aspectos. O primeiro passo é o cálculo da dívida líquida que nada mais é do que a dívida bruta (empréstimos e financiamentos + debêntures + dívida com pessoas ligadas + dividendos a pagar) menos o caixa (disponibilidades + créditos com pessoas ligadas), em caso de dívida líquida negativa dizemos que a empresa possui caixa líquido. A partir da

dívida líquida torna-se possível uma primeira análise quanto ao seu nível de alavancagem.

Segue tabela com a análise da dívida sob alguns parâmetros:

RS 1000	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
Dívida Líquida	47.502	45.578	47.253	(15.943)	(26.486)
Dívida Líqui/ Patr. Líquido	23,5%	21,4%	21,1%	-6,7%	-9,9%
Dívida Líqui/ Capital total	19,0%	17,6%	17,4%	-7,1%	-10,9%
Dívida Líquida / EBITDA	2,31	1,42	0,98	(0,34)	(0,43)

Na primeira linha temos a dívida líquida, e conforme podemos observar desde o exercício de 2002 a companhia vem trabalhando com caixa líquido; a seguir observamos a relação entre a dívida líquida e o patrimônio líquido; em seguida, a relação entre a dívida líquida e o capital total (patrimônio líquido + dívida líquida); e por último temos a dívida líquida dividida pelo lucro operacional anual, ou seja, quantos anos de geração de caixa são necessários para pagar a dívida.

Conforme verificamos no quadro, desde 1999 a Romi vem reduzindo seu nível de endividamento, trabalhando atualmente com caixa líquido. Do ponto de vista fiscal, operar sem dívida certamente não é a opção mais eficiente, pois acarreta num maior desembolso com imposto de renda. No entanto esta opção pode ser explicada por uma aversão ao “risco” desenvolvida pela Romi e muitas outras empresas do setor de bens de capital que se encontravam bastante alavancadas e com parte relevante de suas dívidas em dólar e não *hedgeadas* ao enfrentarem o período de desvalorização cambial e os anos de retração econômica não conseguiram se manter, falindo.

Assim sendo, vamos analisar a seguir a qualidade da dívida bruta da Romi. A Romi em 30/06/2004 possuía R\$ 38,9 milhões de dívida bruta. Cerca de 7% (sete por cento) referia-se a dívida de longo prazo toda em moeda nacional através da Finame com vencimento em 2009. Noventa por cento da dívida bruta total são financiamentos para importação em moeda estrangeira que estão cem por cento *hedgeados*, a parcela restante (3%) refere-se ao Finame e portanto dívida em moeda nacional.

A seguir tabela resumindo os dados sobre a dívida bruta:

**Dívida bruta em 30/06/2004:**

RS 1.000	curto prazo	%	longo prazo	%	Total	%
moeda estrangeira	34.944	90%		0%	34.944	90%
moeda nacional	1.198	3%	2.800	7%	3.998	10%
<b>total</b>	<b>36.142</b>	<b>93%</b>	<b>2.800</b>	<b>7%</b>	<b>38.942</b>	<b>100%</b>

Sua despesa financeira, que representa o desembolso com os juros da dívida, nos últimos 12 meses foi de R\$ 8,4 milhões.

#### **IV.5 Capital de Giro**

O capital de giro mede a liquidez de uma empresa. Conforme o próprio nome diz, é o capital necessário para a realização do giro, ou seja, trata-se do capital para honrar as obrigações correntes tais como, compras de matéria prima, entrega de produtos, pagamento de salários, manutenção de estoques e outras eventuais despesas não previstas.

A falha na administração do capital de giro pode levar qualquer empresa, mesmo uma muito rentável, a iliquidez e conseqüentemente a falência.

O calculo da necessidade de capital de giro se dá através do balanço patrimonial e é basicamente o que a empresa tem a receber de seus clientes (ativo circulante) mais o capital empregado com os estoques (ativo circulante) menos as obrigações provisionadas no seu passivo circulante referente ao pagamento dos fornecedores (Capital de Giro = Clientes + Estoques – Fornecedores).

Para viabilizar e incrementar suas vendas, a Romi avaliza seus clientes, principalmente os menores que necessitam do seu intermédio para terem seus financiamentos aprovados, para que eles possam adquirir as máquinas Romi através das linhas de financiamento disponíveis no BNDES. A linha FINAME<sup>3</sup> é a mais utilizada e

---

<sup>3</sup> Linha Finame - Financiamentos, sem limite de valor, para aquisição isolada de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES, e vendidas através de instituições financeiras autorizadas (bancos). Embora o tomador do financiamento seja a empresa compradora da máquina ou equipamento, o valor financiado é disponibilizado diretamente na conta do fabricante do bem. Algumas características da linha FINAME:

**Taxa de Juros** = Custo Financeiro + Remuneração do BNDES + Remuneração da Instituição Financeira Credenciada

**Custo Financeiro** = Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP

**Remuneração do BNDES** - Pessoas físicas: 1% ao ano;

- Micro, pequenas e médias empresas-MPME: 1% ao ano;

- Grandes empresas: de 2,5% a 4% ao ano

❖ **Nível de Participação** ■ Empresas de capital sob controle nacional:

- Pessoas físicas: até 90%;

- Micro, pequenas e médias empresas-MPME: até 90%;

- Grandes empresas: até 80%

Para equipamentos com índice de nacionalização inferior a 60%, os percentuais acima se aplicam apenas à parcela nacional do bem.

financia cerca de 70% (setenta por cento) de suas vendas para o mercado interno. Assim sendo, ao analisarmos a conta de clientes no balanço patrimonial da Romi, devemos abater os descontos que na realidade representam as garantias dadas ao BNDES. Essas garantias devem ser abatidas, pois não são desembolsos de caixa efetivo e sim uma provisão.

Os clientes que necessitam do intermédio da Romi para adquirir suas linhas de financiamento para a compra de máquinas pagam um prêmio/ "spread" à Romi entre 4% (quatro por cento) e 6% (seis por cento). Em caso de inadimplência a Romi toma de volta a máquina que foi vendida através do financiamento. É importante mencionar que o índice de inadimplência é mínimo.

A seguir, observamos parte do balanço patrimonial da Romi, Ativo e Passivo Circulante, e o respectivo cálculo da necessidade de capital de giro:

<b>Balanço Patrimonial</b>	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>
Ativo					
<b>Circulante</b>	<b>156.368</b>	<b>179.995</b>	<b>194.155</b>	<b>191.900</b>	<b>232.938</b>
Disponibilidades	4.331	3.445	2.122	27.042	47.009
Créditos	22.920	42.617	44.394	49.120	66.571
<b>Clientes</b>	<b>62.575</b>	<b>82.353</b>	<b>95.290</b>	<b>104.022</b>	<b>133.129</b>
Provisões	(868)	(1.920)	(1.849)	(1.197)	(1.172)
<b>Descontos</b>	<b>(38.787)</b>	<b>(37.816)</b>	<b>(49.047)</b>	<b>(53.705)</b>	<b>(65.386)</b>
<b>Estoques</b>	<b>88.354</b>	<b>97.124</b>	<b>110.367</b>	<b>110.503</b>	<b>113.225</b>
Outros	40.763	36.809	37.272	5.235	6.133
Passivo					
<b>Circulante</b>	<b>50.266</b>	<b>70.627</b>	<b>68.326</b>	<b>46.683</b>	<b>55.652</b>
Empréstimos e Financiamentos	35.949	40.934	40.071	9.366	17.185
Debêntures	1.437	-	-	-	-
<b>Fornecedores</b>	<b>4.192</b>	<b>9.712</b>	<b>4.818</b>	<b>10.411</b>	<b>9.973</b>
Impostos, Taxas e Contribuições	1.168	1.924	3.127	1.636	5.481
Dividendos a Pagar	320	4.978	8.145	1.422	2.018
Provisões	414	2.157	-	-	-
Com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-
Outros	6.786	10.922	12.165	23.848	20.995
<b>Capital de Giro</b>	<b>107.950</b>	<b>131.949</b>	<b>151.792</b>	<b>150.409</b>	<b>170.995</b>

Fonte: Demonstração do Resultado de Exercício (DRE)

A partir da tabela acima observamos que a necessidade de capital de giro da companhia saiu de R\$ 107,9 milhões em 1999 para R\$ 170,9 em 2003, um crescimento de 58% (cinquenta e oito por cento). Porém, esta elevação por si só não nos diz nada, pois as vendas também cresceram significativamente neste período, 159% (cento e cinquenta e

nove por cento), logo, é absolutamente previsível que a necessidade de capital de giro também crescesse acompanhando o incremento das vendas.

A seguir analisaremos correlações da evolução da necessidade de capital de giro:

R\$ - 1000	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
Capital de Giro	107.950	131.949	151.792	150.409	170.995
Vendas 12 meses	128.467	207.774	231.880	236.389	332.167
Capital de Giro / Vendas	<b>0,84</b>	<b>0,64</b>	<b>0,65</b>	<b>0,64</b>	<b>0,51</b>
Estoques / vendas	0,32	0,18	0,16	0,02	0,02

Através da relação Capital de Giro / Vendas podemos concluir que a necessidade de capital circulante por produto vendido diminuiu, ou seja, a receita cresceu mais que proporcionalmente a necessidade de capital de giro. Essa melhora é explicada pela redução dos estoques, como podemos observar, a relação de estoques sobre vendas melhorou bastante, as companhias devem sempre procurar trabalhar com um nível de estoque ótimo de modo a controlar da melhor forma possível o desempenho das vendas versus a produção das máquinas, de modo a minimizar as perdas com aquele capital “parado”.

Segue tabela com a abertura do capital de giro e sua variação ano a ano:

R\$ mil	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Cientes</b>				
Saldo Inicial de Clientes	23.788	44.537	46.243	50.317
Vendas no ano	207.774	231.880	236.389	332.167
Prazo Médio Clientes	41	69	70	55
Saldo Final de Clientes	44.537	46.243	50.317	67.743
Provisões	(1.920)	(1.849)	(1.197)	(1.172)
<b>Impacto no Caixa</b>	<b>20.749</b>	<b>1.706</b>	<b>4.074</b>	<b>17.426</b>
<b>Estoques</b>				
Saldo Inicial de Estoques	88.354	97.124	110.367	110.503
CPV no ano	128.868	128.086	128.297	188.497
Prazo Médio de Estoque	247	273	310	211
Saldo Final de Estoques	97.124	110.367	110.503	113.225
<b>Impacto no Caixa</b>	<b>8.770</b>	<b>13.243</b>	<b>136</b>	<b>2.722</b>
<b>Fornecedores</b>				
Saldo Inicial Fornecedores	4.192	9.712	4.818	10.411
CPV no ano	128.868	128.086	128.297	188.497
Prazo Médio Fornecedores	12	27	14	20
Saldo Final de Fornecedores	9.712	4.818	10.411	9.973
<b>Impacto no Caixa</b>	<b>(5.520)</b>	<b>4.894</b>	<b>(5.593)</b>	<b>438</b>

Varição no Capital de Giro    23.999    19.843    (1.383)    20.586

Podemos observar que em 2003 o prazo médio de estoques está no seu mais baixo nível (211 dias), explicando a melhora observada no quadro anterior entre estoques e vendas. O prazo de fornecedores (20 dias) está acima da média dos últimos quatro anos de dezoito dias e o prazo de cliente (55 dias) está abaixo de sua média de cinquenta e nove dias.

Considerando a situação acima exposta, e utilizando a premissa de que os custos de financiamento com fornecedores, o sobre preço auferido nas vendas à prazo e a política de compra de matérias primas ficarão constantes ao longo do tempo, podemos inferir que a companhia deve tentar reduzir ao máximo seu prazo de estoques e recebimento de clientes enquanto que na ponta oposta ela deve tentar postergar pelo maior tempo possível o pagamento a seus fornecedores.

#### **IV.6 Retorno sobre o capital investido**

O retorno sobre o capital de investido, doravante ROIC (*return on invested capital*), é outro índice de rentabilidade muito utilizado pelos agentes do mercado. Conforme o próprio nome diz, ele mede o retorno que a companhia está tendo sobre o capital investido/empregado. O ROIC pode ser utilizado para medir o retorno sobre o consolidado das operações ou para uma determinada atividade da empresa ou um futuro investimento como, por exemplo, uma expansão de capacidade com a construção de uma nova fábrica.

Assim sendo, seu cálculo se dá pela divisão do Ebit (*earnings before interest and taxes* – já explicado em itens anterior) descontado o imposto de renda, pelo capital investido que é a soma do imobilizado com o capital de giro (analisado no item IV.6). Em geral, a alíquota de imposto para as empresas com sede no Brasil e que não possuam incentivos fiscais é de 34% (trinta e quatro por cento).

A Romi, nos últimos quatro anos não realizou investimentos relevantes em imobilizado, como, por exemplo, a construção de fábrica nova, além disso temos a depreciação sobre o imobilizado que funciona como uma conta redutora. Logo, seu imobilizado vem permanecendo estável/decrescente ao longo destes últimos anos. Seu capital de giro conforme analisado na seção anterior vem crescendo comportadamente e menos que as vendas e o Ebit. Portanto, podemos concluir que o ROIC da Romi vem

melhorando. Quanto maior o retorno sobre o capital investido, melhor o capital está sendo empregado.

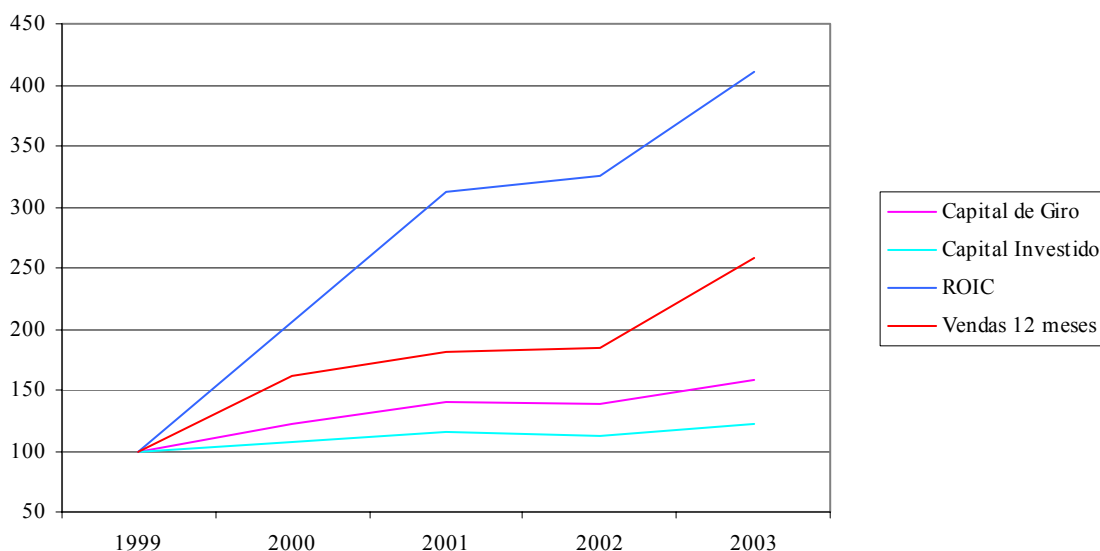
Segue tabela com calculo do ROIC passo a passo:

<b>R\$ - 1000</b>	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>
EBIT - 12 meses	10.677	23.806	38.572	39.066	53.834
Imposto	3.630	8.094	13.114	13.282	18.304
<b>EBIT líquido de imposto</b>	<b>7.047</b>	<b>15.712</b>	<b>25.458</b>	<b>25.784</b>	<b>35.530</b>
Imobilizado	94.545	86.707	82.051	76.963	77.679
Capital de Giro	107.950	131.949	151.792	150.409	170.995
<b>Capital Investido</b>	<b>202.495</b>	<b>218.656</b>	<b>233.843</b>	<b>227.372</b>	<b>248.674</b>
<b>ROIC</b>	<b>3,48%</b>	<b>7,19%</b>	<b>10,89%</b>	<b>11,34%</b>	<b>14,29%</b>

O ROIC da Romi saiu de 3,5% (três e meio por cento) em 1999 para 14,3% (quatorze e um terço por cento) em 2003 um crescimento de 310% (trezentos e dez por cento) em quatro anos ou aproximadamente 42% (quarenta e dois por cento) ao ano. Essa melhora se deu pela expressivo crescimento do Ebit, 404% (quatrocentos e quatro por cento), frente a um capital investido com crescimento comportado, 22% (vinte e dois por cento).

Segue gráfico em base 100 (cem) no período de 1999 – 2003 envolvendo as principais variáveis que afetam o ROIC:

**ROIC X VENDAS X CAPITAL DE GIRO X CAPITAL INVESTIDO => BASE 100**



Outra relação utilizada para a análise do capital investido é o *capital turnover* que consiste na relação entre vendas e o capital investido. Segue um resumo demonstrando a expressiva melhora do *capital turnover* da Romi:

	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
Capital Investido	202.495	218.656	233.843	227.372	248.674
Vendas 12 meses	128.467	207.774	231.880	236.389	332.167
Capital Turnover	<b>0,63</b>	<b>0,95</b>	<b>0,99</b>	<b>1,04</b>	<b>1,34</b>

Enfim, a melhora nessas relações é explicada principalmente pelos ganhos de escala e a conseqüente diluição de custos provocando um melhor aproveitamento do capital. É importante mencionar que esses ganhos só foram possíveis graças a um bom trabalho do *management* da Romi que teve foco principalmente no crescimento das vendas sem abrir mão de margem e controle do capital de giro.

#### **IV.7 Capex – *Capital Expenditures* (investimentos)**

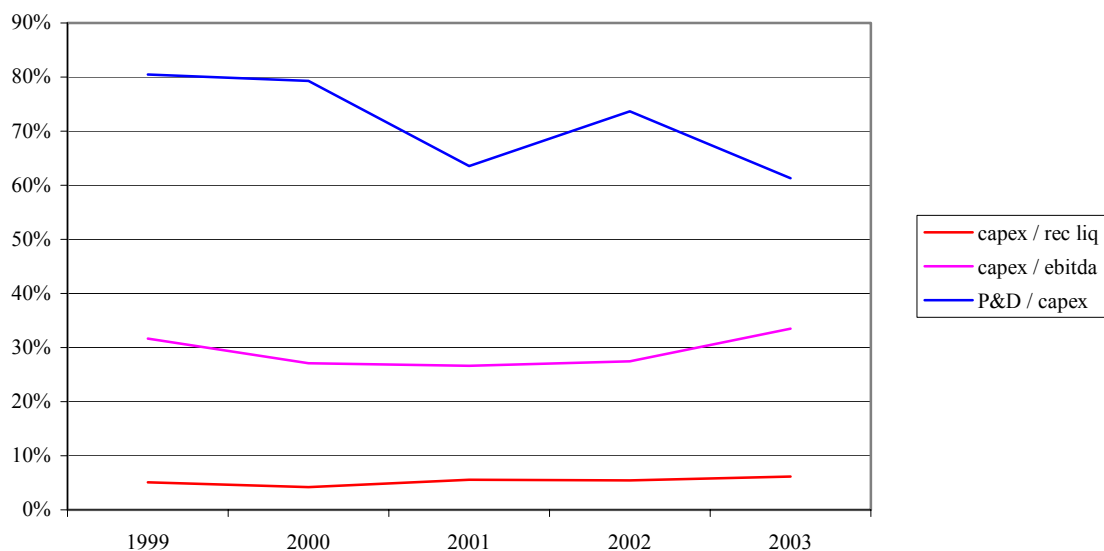
O investimento basicamente se divide em três categorias: o investimento de manutenção, que consiste na manutenção da capacidade produtiva da fábrica como reposição de máquinas ou algum tipo de reforma no imobilizado; o investimento em P&D mais freqüente em empresas sensíveis a inovações tecnológica, como a Romi, estas podem comprar a tecnologia já pronta de outra empresa ou desenvolver através de sua própria equipe sua tecnologia como é o caso da Romi que sempre se preocupou em ter tecnologia própria; e finalmente temos o investimento em expansão de capacidade que pode ser através da expansão da própria fábrica já existente, a construção de uma nova fábrica ou aquisição de concorrentes.

O último investimento significativo da Romi em expansão de capacidade foi em 1999 com a implementação de sua subsidiária nos EUA, a Romi Machine Tools, seu montante foi de R\$ 6,6 milhões de reais. Excluindo esse valor no capex de 1999 a Romi apresentou crescimento médio de 33% (trinta e três por cento) ao ano no seu investimento atingindo R\$ 20,4 milhões de reais.

Assim sendo, vamos analisar através do gráfico a seguir o comportamento do capex relacionando-o a alguns parâmetros consistentes.



### Análise do comportamento do capex



Nas linhas em vermelho e rosa temos a relação do capex com a receita líquida e Ebitda respectivamente, em ambos os casos a relação se mantém quase que constante: O capex representando aproximadamente 5,5% (cinco e meio por cento) da receita líquida e em torno de 30% (trinta por cento) do Ebitda. Na linha em azul observamos que a participação do investimento em P&D no capex total vem caindo, esta que foi de 80% (oitenta por cento) em 1999 em 2003 representou somente 61% (sessenta e um por cento). Portanto dado que não houve investimentos significativos em expansão de capacidade e a relação do capex total versus receita líquida e Ebitda vem se mantendo constante, concluímos que o investimento em manutenção da capacidade produtiva vem aumentando. Este fato pode ser explicado por uma depreciação do imobilizado e máquinas mais acelerada e/ou redução da capacidade ociosa, ou seja, aumento do volume de vendas e uso da fábrica.

A Romi, conforme já mencionado no item III.4.3 fundidos e usinados um “novo mercado” em expansão, destinará nos próximos dois anos R\$ 16 milhões de reais no aumento da capacidade produtiva da unidade de fundidos e usinados visando capturar e atender a demanda crescente destes. Em abril de 2003 foi aprovado o Programa de Desenvolvimento Tecnológico de Estudos e Projetos – PDTI. O programa prevê investimentos em diversos projetos de desenvolvimento de novos produtos, num total de R\$ 31,4 milhões de reais, para os próximos 36 meses. O governo federal concedeu

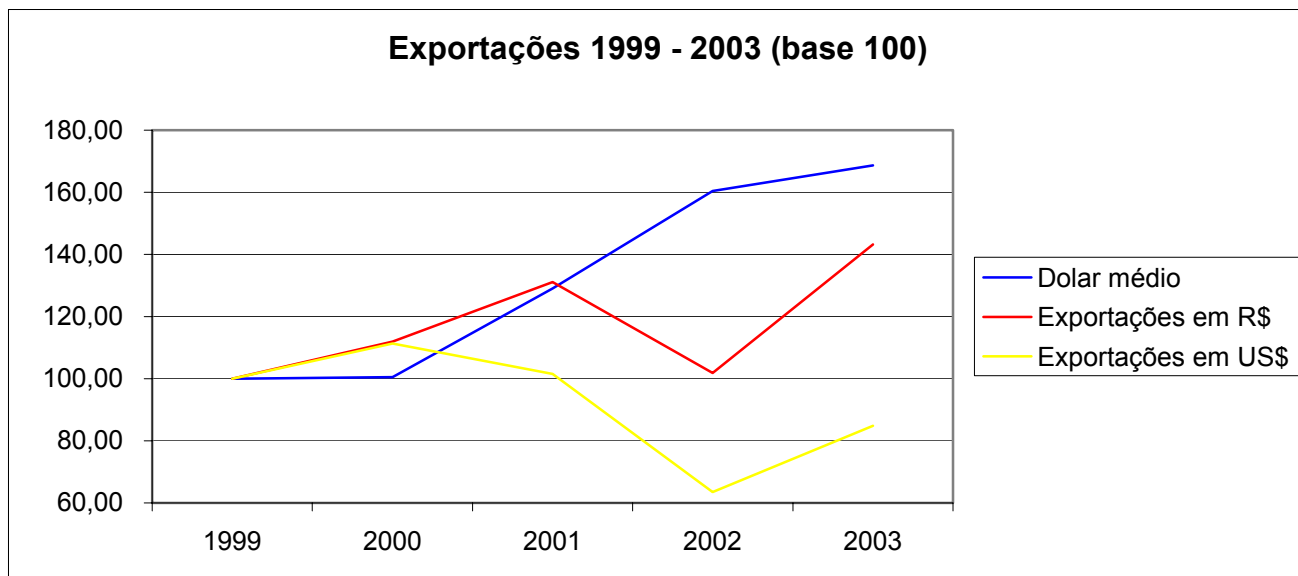
incentivos fiscais de R\$ 4,7 milhões de reais com seu aproveitamento limitado a 4% (quatro por cento) do Imposto de Renda devido, a ser gerado nos próximos três anos.

#### **IV.8 Exportações**

As exportações, de maneira geral, vêm ganhando cada vez mais importância nas empresas brasileiras. A explicação se dá, sobretudo, pela desvalorização do real, acentuada a partir de 1999, que proporcionou uma maior competitividade às empresas brasileiras. Além disso, o empresário brasileiro percebeu que não devia ficar atrelado apenas ao mercado nacional e que é muito saudável, independentemente das condições internas, diversificar mercados e clientes. Até a alguns anos atrás, o empresário brasileiro exportava apenas seu excedente, não havia o foco direcionado para a exportar. A globalização, o câmbio e mais recentemente os incentivos fiscais oferecidos pelo Governo Federal colaboraram para uma mudança de mentalidade em relação a este aspecto. No entanto, podemos afirmar que a Romi já se constituía uma exceção, na medida que desde 1985 já se preocupava em conquistar novos mercados, inaugurando seus escritórios de representação no exterior.

A Romi, atualmente, exporta para mais de 54 (cinquenta e quatro) países. Suas exportações na média dos últimos cinco anos (1999 – 2003) representaram 20% (vinte por cento) da receita líquida. Não obstante, desde 2002 este índice tenha caído para cerca de 16% (dezesesseis por cento). Para uma análise mais detalhada do comportamento das exportações da empresa devemos considerar também a forte desvalorização do real e o expressivo crescimento de sua receita líquida.

Segue gráfico possibilitando uma melhor visão sobre a evolução de suas exportações:



Destaca-se do ano de 2000 a 2002 uma queda acentuada das receitas com exportação em dólares. Comparando o ano 2000, ano, no período analisado, em que a Romi obteve a maior receita com exportações em dólares (US\$ 22,7 milhões), com o de 2002, em que a Romi obteve a menor receita com exportações em dólares (US\$ 12,9 milhões) a receita com exportações decresceu 43% (quarenta e três por cento). No mesmo período, o dólar se valorizou frente ao real 60% (sessenta por cento), aumentando a competitividade dos produtos brasileiros. As exportações somente demonstraram alguma recuperação no último ano de 2003, atingindo US\$ 17,3 milhões de dólares, com um crescimento de 34% (trinta e quatro por cento) em dólares, porém ainda em níveis inferiores aos de 1999 (US\$ 20,4 milhões).

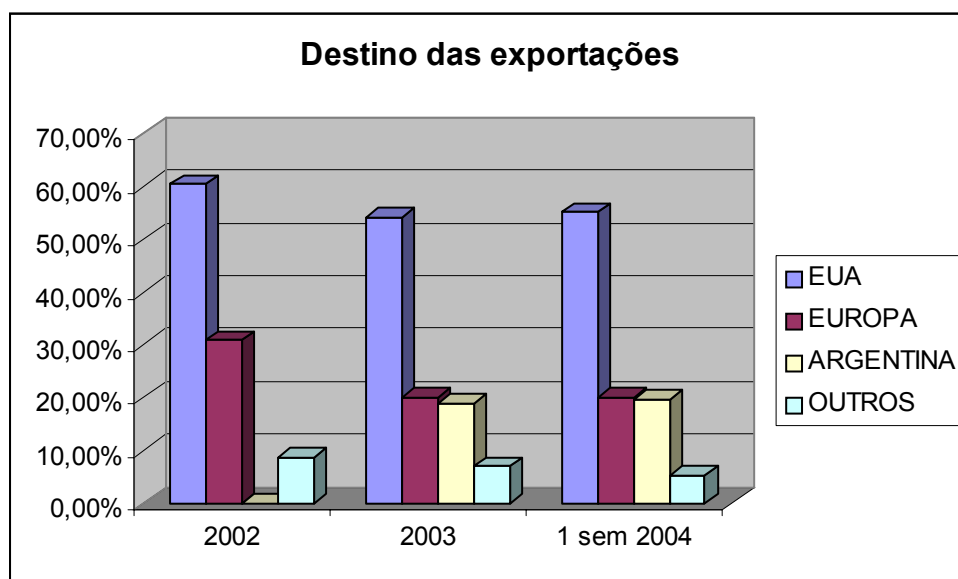
Apesar do ganho de competitividade gerado pela desvalorização cambial, a Romi, de maneira geral, reduziu o volume de suas exportações em dólares. Esta queda explica-se pela alta volatilidade cambial que se por um lado dificulta as exportações das companhias brasileiras, por outro também dificulta as importações. Portanto, houve quase que de forma natural um maior direcionamento das vendas para o mercado interno, já que do ponto de vista de seus clientes estava mais difícil importar. Outro fator foi à redução do consumo mundial de máquinas ferramentas liderado pelos EUA que em 1998 apresentou um consumo nacional de US\$ 8 bilhões contra um consumo de apenas US\$ 4 bilhões em 2002.

As exportações da Romi se destinam principalmente para a América do Norte, Europa e América do Sul. No caso dos dois primeiros explica-se pela pujança econômica

somada a atuação de suas subsidiárias, localizadas nos Eua e Alemanha. Já as vendas para a América do Sul explicam-se pela proximidade e ausência de tarifas do Mercosul.

Os Eua são o principal destino respondendo por mais de 55% das exportações. O fraco desempenho das exportações em 2002, conforme observado no gráfico anterior (Exportações 1999 – 2003), pode ser explicado pela ausência de exportações para a Argentina, importante importadora da Romi, que neste ano atravessava grave crise econômica, além da já citada redução do consumo de máquinas ferramentas nos EUA.

Segue gráfico resumindo o destino das exportações:



Das principais metas atuais do Governo Federal destacam-se:

- Acelerar as taxas de crescimento do PIB (produto interno bruto); e
- Alcançar elevado superávit primário

O incremento das exportações possibilita o atingimento de ambas as metas e por isso mesmo o setor exportador vem recebendo toda a sorte de subsídios, incentivos, lançamento de linhas de crédito específicas, apoio logístico, participação do governo brasileiro em feiras no exterior, bem como o oferecimento de cursos e treinamento para os empresários aprenderem a exportar.

A relação do superávit primário é muito utilizada pelos investidores para analisar a *saúde financeira* de um país, bem como para a concessão de empréstimos, como o

concedido pelo FMI (Fundo Monetário Internacional), o qual tem sempre como uma das exigências a existência de um superávit primário, atualmente em valor mínimo de 4,25% do PIB. Países saudáveis, isto é, com um bom *rating* no mercado internacional, estimulam a entrada de capitais internacionais no país, via investimentos diretos (FDI- *Foreign Direct Investment*), contribuindo para o crescimento do PIB.

Por todas essas vantagens explica-se a série de benefícios que vêm sendo oferecidos às companhias exportadoras. Neste sentido, a Romi recebeu três financiamentos do BNDES, entre janeiro e julho de 2004, totalizando US\$ 6,7 milhões. No âmbito da linha Exim-Pós-embarque<sup>4</sup> foram aprovadas operações envolvendo três diferentes formas de garantia. A primeira, no valor de US\$ 2,9 milhões, é garantida pelos agentes financeiros (ABN AMRO, Banco do Brasil e Santander Brasil). A segunda, no valor de US\$ 1,7 milhões, por meio de CCR (Convênio de Créditos Recíprocos da Aladi), cujo risco é coberto pelo Banco Central. Por último, totalizando US\$ 2,1 milhões, financiamento com risco direto do exportador, no qual a garantia é dada pela própria Romi.

Enfim, a Romi apresentou crescimento de 39% em suas vendas externas no primeiro semestre deste ano, em comparação a período semelhante de 2003.

---

<sup>4</sup> Pós-embarque: Linha do BNDES que financia a comercialização de bens e serviços no exterior, através de refinanciamento ao exportador, ou através da modalidade “*buyer's credit*”. Os instrumentos de garantia utilizados são os mesmos oferecidos pelas agências de crédito à exportação e refinanciamento de clientes no exterior quando da aquisição, pelos mesmos de bens passíveis de apoio pelo BNDES (\*) e/ou de serviços, mediante o desconto de títulos de crédito (notas promissórias ou letras de câmbio) ou a cessão dos direitos creditórios (cartas de crédito) relativos à exportação. Os bens, cuja comercialização seja financiada, deverão apresentar índice de nacionalização, em valor, igual ou superior a 60%, segundo critérios do BNDES.

❖❖**Cientes** -Empresas de qualquer porte, exportadoras de bens e/ou serviços (pessoas jurídicas constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sede e administração no Brasil), *trading company* e empresa comercial exportadora.

❖❖**Encargos** Taxa de Desconto + Remuneração do BNDES + Remuneração da Instituição Financeira Credenciada

❖❖**Taxa de Desconto** LIBOR correspondente ao prazo do financiamento concedido pelo exportador ao importador, disponível no SISBACEN - Sistema de Informações do Banco Central (transação PTAX-800, opção 5).

Nas operações de bens será utilizada a LIBOR da data de embarque; nas operações de exportação de serviços, a data de referência da LIBOR será definida na análise da operação.

Nas operações beneficiadas pelo Sistema de Equalização, do Programa de Financiamento às Exportações - PROEX, poderá ser aplicado, a critério do BNDES, redutor na taxa de desconto. o valor descontado.

❖❖**Prazo Total** Até 12 anos, devendo constar do Registro de Operações de Crédito - RC, do Sistema Integrado de Comércio Exterior - SISCOMEX.

❖❖**Nível de Participação** Até 100% do valor da exportação, no INCOTERM constante no Registro de Operações de Crédito - RC, do Sistema Integrado de Comércio Exterior - SISCOMEX.

**Fonte:** [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)

#### **IV.9 Free Cash Flow para os acionistas –FCF**

O *free cash flow* - FCF, representa a geração operacional de caixa da companhia, ajustada por alguns itens não operacionais específicos. Esta geração operacional de caixa deverá, de alguma forma, ser repassada a seus acionistas agregando valor à companhia . Este repasse pode ser feito de diversas maneiras: através de dividendos, juros sobre o capital próprio, recompra de ações com posterior cancelamento destas em tesouraria, redução da dívida ou até acúmulo de caixa por conta de uma determinada estratégia, como por exemplo, a de fazer novas aquisições. É importante mencionar que nem todas as empresas apresentam FCF positivo.

A metodologia se divide em três etapas e nos permite definir três níveis de *cash flow*, CF, (CF1, CF2 e CF3). Tudo começa a partir do Ebitda (definido no item IV. ). Reduzindo-se do Ebitda a variação do capital de giro chegamos ao CF1, depois reduzimos do CF1 o resultado financeiro (receita financeira – despesa financeira) e o desembolso efetivo de caixa com imposto de renda e contribuição social para chegarmos então ao CF2. Finalmente, reduziremos do CF2 os desembolsos com o “capex” chegando ao **CF3 ou FCF para o acionista.**

Assim sendo, para facilitar a comparação do FCF de companhias distintas com diferentes tamanhos olhamos para o FCF *yield* para o acionista, que é a divisão do FCF pelo valor de mercado da companhia. O valor de mercado de uma companhia é calculado multiplicando-se o total de ações emitidas por esta pelo preço seu de mercado (nº de ações x preço de mercado).

**Enfim, vamos analisar a fotografia do FCF para os acionistas da Romi desde 1999 (a coluna 30/06/2004 representa a soma dos últimos 12 meses):**

<b>ROMI (R\$ MIL)</b>	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>	<b>30/06/2004</b>
Dólar Médio	1,82	1,83	2,35	2,93	3,07	2,94
RECEITA LÍQUIDA	128.467	207.774	231.880	236.389	332.167	352.557
EBITDA AJUSTADO	20.526	32.112	48.407	46.963	60.921	55.481
VARIAÇÃO DE K DE GIRO	4.659	23.999	19.843	(1.383)	20.586	14.781
<b>CASH FLOW I</b>	<b>15.867</b>	<b>8.113</b>	<b>28.564</b>	<b>48.346</b>	<b>40.335</b>	<b>40.700</b>
CASH FLOW I EM US\$	8.740	4.435	12.135	16.509	13.132	13.830
RESULTADO FINANCEIRO	(8.959)	(2.841)	(12.038)	(839)	1.340	4.506
IR e CS	926	(6.115)	(7.350)	(9.473)	(11.407)	(13.405)
<b>CASH FLOW II</b>	<b>7.834</b>	<b>(843)</b>	<b>9.176</b>	<b>38.034</b>	<b>30.268</b>	<b>31.801</b>
CASH FLOW II EM US\$	4.315	(461)	3.898	12.988	9.854	10.806
CAPEX	6.214	8.700	12.900	12.900	20.400	22.700
- INVEST EM P&D	5.000	6.900	8.200	9.500	12.500	14.216
<b>CASH FLOW III</b>	<b>6.620</b>	<b>(2.643)</b>	<b>4.476</b>	<b>34.634</b>	<b>22.368</b>	<b>23.317</b>
CASH FLOW III EM US\$	3.647	(1.445)	1.902	11.827	7.282	7.923

Podemos observar que com exceção do ano 2000, impactado pela elevada variação do capital de giro, a Romi vem apresentando FCF positivo ao longo desses últimos cinco anos. De maneira geral, conforme já analisado anteriormente no item IV.5, foi possível crescer vendas sem que houvesse um aumento proporcional do capital de giro, ou seja, a receita líquida e o Ebitda cresceram mais que proporcionalmente a necessidade de capital de giro. Este fato possibilitou um aumento do CF1. Uma elevação na necessidade de capital de giro consiste no comprometimento de uma parcela maior de seus recursos com o financiamento de suas operações, diminuindo assim os recursos disponíveis para remunerar seus acionistas e credores.

O resultado financeiro basicamente acompanha o nível de endividamento da companhia, sendo a receita financeira o resultado da aplicação do caixa e a despesa o custo com a dívida. Enfim, a partir de 2002 a Romi passa a trabalhar com caixa líquido tornando assim seu resultado financeiro positivo.

O desembolso com Imposto de Renda e Contribuição Social cresceram, pois são calculados em função de uma alíquota a ser aplicada sobre os resultados operacionais da companhia (Ebit), e desde 1999 vêm crescendo todos os anos, aumentando assim os desembolsos com impostos.

O “capex”, já analisado no item IV.7, também vem crescendo de maneira comportada quando analisado em relação ao Ebitda ou receita líquida. Reduzimos do “capex” total os investimentos em P&D, pois estes, na Demonstração do Resultado de

Exercício (DRE), já estão provisionados nas despesas operacionais e portanto já descontados do Ebitda.

Assim sendo, a Romi em trinta de junho de 2004 gerou R\$ 22,9 milhões de FCF. Calculando seu valor de mercado com o preço de fechamento nesta data (preço R\$ 69,6), a Romi tinha um valor de mercado de R\$ 227,8 milhões e portanto, um FCF *yield* de 10%. Quanto maior o *yield* de uma companhia melhor, se aplicado de maneira eficiente, mais beneficiados serão seus acionistas.

**Conclusão:** Após analisarmos o histórico dos principais pontos operacionais e não operacionais que impactam no *valuation* da companhia, estamos prontos para tentarmos inferir sobre o futuro desta. Basicamente, queremos chegar aos FCFs para a firma que serão gerados por esta companhia no futuro. A partir da soma destes fluxos futuros trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflita o custo do seu capital (WACC) poderemos achar um valor justo para a companhia nos dias de hoje.



## CAPITULO V – VALUATION

Conforme mencionado no encerramento do capítulo anterior partiremos para o cálculo do valor da companhia. O passo a passo do valuation será feito conforme explicado no capítulo I – Introdução.

O primeiro passo será a elaboração do modelo projetando os FCFs futuros para a firma.

Na etapa seguinte faremos o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital – WACC, ou da taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos a valor presente. O cálculo do WACC será uma ponderação do custo do capital próprio da companhia e de seu custo de endividamento.

A terceira etapa será o cálculo do valor da firma, fazendo o somatório dos FCFs a valor presente mais a perpetuidade do último fluxo menos a dívida líquida. Enfim, dividindo o valor da firma pelo número de ações chegaremos ao valor justo da ação e seu potencial de alta/baixa quando comparado ao preço de mercado.

### V.1 Modelo de Projeção

Utilizaremos premissas para as variáveis macroeconômicas:

Premissas	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inflação IGPM	8,70%	7,00%	6,00%	5,50%	5,00%	5,00%
PIB	0,50%	3,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Dólar	-18,00%	7,00%	6,00%	5,50%	5,00%	5,00%
TJLP	11,00%	9,75%	9,75%	8,00%	8,00%	8,00%
CDI	21,00%	16,50%	15,00%	13,50%	12,00%	12,00%
CDI MÉDIO		18,75%	15,75%	14,25%	12,75%	12,00%
Dólar Final	2,89	2,94	3,12	3,29	3,45	3,62
Dólar Médio		2,92	3,03	3,20	3,37	3,54

É importante mencionar que o estudo e a previsão das premissas não passa pelo objetivo desta monografia. Estas são “tomadas” como o mais provável dos cenários para o período em análise.

Primeiro analisaremos a projeção da receita líquida até o Ebitda, depois calcularemos os FCFs para a firma.

Modelo de projeção – Receita líquida até Ebitda:

Partiremos do princípio que os números em vermelho representam as relações/dados que vão se manter constantes durante o período de projeção, entre eles temos:

- Quantidade de máquinas vendidas: este número está de acordo com a previsão da própria companhia para o período de 2004. Como trabalhamos com crescimento de 2% ao ano do PIB é razoável que a quantidade vendida se mantenha constante pelos próximos anos;
- A Receita por máquinas em dólares foi calculada a partir da receita bruta, quantidade de máquinas vendidas e dólar médio. Essa receita caiu de 76 (mil) dólares em 2001 para 71 (mil) dólares em 2003, explicada possivelmente pelo desaquecimento do mercado mundial de máquinas ferramentas e/ou concorrência mais acirrada e ganhos de produtividade dando margem para queda dos preços. Estamos considerando inflação próxima de zero em dólares;
- Consideraremos que as deduções sobre a receita bruta continuaram no mesmo nível de 2003. A elevação de 14% em 2001 para 16% em 2003 pode ter sido ocasionada pela elevação de impostos;
- As compras por máquinas em dólares representam os gastos com matéria prima divididos pelo dólar e finalmente pela quantidade de máquinas vendidas. Como não estamos considerando inflação para o dólar vamos supor a constância deste número; e
- Finalmente, o número de funcionários utilizado para o ano de 2004 também representa as expectativas da companhia. Como não trabalhamos com crescimento no volume vendido, não será necessário a contratação de novos funcionários. Portanto, o gasto com pessoal será calculado a partir dos gastos por funcionários vezes o número de funcionários. De 2001 a 2003 os gastos por funcionário cresceram 5,5% ao ano, para 2004, segundo a empresa, foi dado um reajuste de 16% e para os anos seguintes trabalhamos com o aumento crescimento pelo IGP-M.

Projeção	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Qtd de maquinas vendidas	1500	1300	1800	2300	2300	2300	2300	2300
<b>Rec por maquinas em US\$</b>	76	73	71	71	71	71	71	71
Dólar Médio	2,35	2,93	3,07	2,92	3,03	3,20	3,37	3,54
<b>Receita Bruta</b>	<b>269.533</b>	<b>277.450</b>	<b>393.427</b>	<b>476.020</b>	<b>494.505</b>	<b>522.903</b>	<b>550.321</b>	<b>577.837</b>
<b>Deduções</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>231.880</b>	<b>236.389</b>	<b>332.167</b>	<b>399.856</b>	<b>415.384</b>	<b>439.239</b>	<b>462.269</b>	<b>485.383</b>
Var % YoY	12%	2%	41%	20%	4%	6%	5%	5%
Compras/ maquinas em US\$	10	14	14	14	14	14	14	14
<b>GASTOS C/ COMPRAS</b>	<b>35.787</b>	<b>52.765</b>	<b>76.405</b>	<b>93.863</b>	<b>97.508</b>	<b>103.108</b>	<b>108.514</b>	<b>113.940</b>
% sobre Total	19,5%	27,9%	28,2%	29,6%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%
nº de funcionários	1.450	1.673	1.803	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
gastos por func	47	50	52	60	64	68	72	75
<b>GASTOS C/ PESSOAL</b>	<b>68.200</b>	<b>82.900</b>	<b>93.800</b>	<b>114.662</b>	<b>121.541</b>	<b>128.834</b>	<b>135.920</b>	<b>142.716</b>
% sobre Total	37%	44%	35%	36%	36%	37%	37%	37%
<b>ENERGIA E OUTROS</b>	<b>115.273</b>	<b>106.526</b>	<b>101.041</b>	<b>108.114</b>	<b>114.601</b>	<b>120.904</b>	<b>126.949</b>	<b>133.296</b>
% sobre Total	63%	56%	37%	34%	34%	34%	34%	34%
<b>CPV + SG&amp;A - DEPR</b>	<b>183.473</b>	<b>189.426</b>	<b>271.246</b>	<b>316.639</b>	<b>333.650</b>	<b>352.845</b>	<b>371.383</b>	<b>389.952</b>
Var % YoY		3%	43%	17%	5%	6%	5%	5%
<b>EBIT</b>	<b>38.572</b>	<b>39.066</b>	<b>53.834</b>	<b>75.722</b>	<b>73.829</b>	<b>78.071</b>	<b>82.139</b>	<b>86.253</b>
<b>Margem EBIT</b>	<b>16,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,2%</b>	<b>18,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>17,8%</b>	<b>17,8%</b>
Depreciação	9835	7897	7087	7.496	7.905	8.323	8.747	9.178
<b>EBITDA</b>	<b>48.407</b>	<b>46.963</b>	<b>60.921</b>	<b>83.218</b>	<b>81.734</b>	<b>86.393</b>	<b>90.887</b>	<b>95.431</b>
Margem EBITDA	21%	20%	18%	21%	20%	20%	20%	20%

Além das suposições previamente explicadas consideraremos que os gastos com energia e outros cresceram a partir de 2003 pela variação da inflação.

Assim sendo, temos todos os elementos para o cálculo do Ebit. Para o chegarmos ao Ebitda só falta a depreciação, seu cálculo foi feito utilizando-se uma relação envolvendo a depreciação nos períodos passados e a evolução do imobilizado. Segue cálculo da depreciação:

Calculo Depreciação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Depreciações e Amortizações	9835	7897	7087	7.496	7.905	8.323	8.747	9.178
<b>Imobilizado Médio</b>		<b>79.507</b>	<b>77.321</b>	<b>82.162</b>	<b>91.374</b>	<b>101.178</b>	<b>111.674</b>	<b>122.866</b>
Imobilizado Final	82.051	76.963	77.679	86.645	96.103	106.254	117.094	128.639
Baixa de Imobilizado								
Depreciação / Imobilizado	12%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
CAPEX				22.792	23.677	25.037	26.349	27.667
P&D				13.826	14.219	14.885	15.509	16.122
<b>Investimento manutenção</b>				<b>8.966</b>	<b>9.458</b>	<b>10.151</b>	<b>10.840</b>	<b>11.545</b>

A depreciação será dada pelo percentual que esta representou do imobilizado no período passado vezes o imobilizado médio do período. A depreciação final dos anos projetados é dada pelo imobilizado passado subtraído das baixas no imobilizado mais os investimentos em manutenção. O cálculo do Capex, P&D e conseqüentemente do investimento em manutenção serão detalhados mais adiante ainda neste capítulo.

Após o cumprimento destas etapas, chegamos ao Ebitda e estamos prontos para o cálculo dos FCFs. Como podemos observar, a companhia aumenta sua margem Ebitda em 300 pontos base entre o período de 2003 e 2004. Esta elevação de margens é reflexo de um mercado interno mais aquecido e portanto um maior direcionamento de vendas para este, que é sem dúvida mais rentável pela exclusão dos custos de fretes e maior poder de barganha frente a seus clientes.

Cálculo do FCFs para a firma:

<i>FCFs para a firma</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBITDA	48.407	46.963	60.921	83.218	81.734	86.393	90.887	95.431
VARIAÇÃO DE K DE GIRO	19.843	(1.383)	20.586	44.927	77	12.404	11.976	12.019
<b>CASH FLOW I</b>	<b>28.564</b>	<b>48.346</b>	<b>40.335</b>	<b>38.290</b>	<b>81.657</b>	<b>73.989</b>	<b>78.911</b>	<b>83.412</b>
<b>CASH FLOW I EM US\$</b>	<b>12.135</b>	<b>16.509</b>	<b>13.132</b>	<b>13.136</b>	<b>26.965</b>	<b>23.106</b>	<b>23.416</b>	<b>23.573</b>
IR e CS	(7.350)	(9.473)	(16.107)	(16.644)	(16.347)	(17.279)	(18.177)	(19.086)
<b>CASH FLOW II</b>	<b>21.214</b>	<b>38.873</b>	<b>24.228</b>	<b>21.647</b>	<b>65.310</b>	<b>56.710</b>	<b>60.733</b>	<b>64.326</b>
<b>CASH FLOW II EM US\$</b>	<b>3.898</b>	<b>12.988</b>	<b>8.324</b>	<b>7.426</b>	<b>21.567</b>	<b>17.710</b>	<b>18.022</b>	<b>18.179</b>
CAPEX	12.900	12.900	20.400	22.792	23.677	25.037	26.349	27.667
P&D	8.200	9.500	12.500	13.826	14.219	14.885	15.509	16.122
<b>CASH FLOW III</b>	<b>16.514</b>	<b>35.473</b>	<b>16.328</b>	<b>12.681</b>	<b>55.852</b>	<b>46.559</b>	<b>49.893</b>	<b>52.781</b>
<b>CASH FLOW III EM US\$</b>	<b>1.902</b>	<b>11.827</b>	<b>5.752</b>	<b>4.350</b>	<b>18.444</b>	<b>14.540</b>	<b>14.805</b>	<b>14.916</b>
Margem Ebitda	21%	20%	18%	21%	20%	20%	20%	20%
Dólar Médio	2,35	2,93	3,07	2,92	3,03	3,20	3,37	3,54

O grande aumento do FCF para a firma de 2004 para 2005 acontece devido a melhora no capital de giro. Por outro lado, de 2003 para 2004 houve uma deterioração deste. Para atingir este novo patamar de vendas projetado para o ano de 2004, a companhia possivelmente prejudicará suas relações de capital de giro por conta da sua necessidade de aproveitar uma demanda mais aquecida e atender seus clientes capturando o crescimento do mercado. Portanto num primeiro momento, este crescimento será em detrimento ao capital de giro, que será liberado ao longo dos anos seguintes,

principalmente em 2005, a medida que este volume de vendas e atividade fabril se tornem usuais. Seguem os cálculos da variação do capital de giro, IR e CS e Capex.

Cálculo variação do capital de giro:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Capital de giro / Rec líquida	0,65	0,64	0,51	0,54	0,52	0,52	0,51	0,51
Capital de Giro	151.792	150.409	170.995	215.922	216.000	228.404	235.757	247.545
<b>Variação do capital de giro</b>		<b>(1.383)</b>	<b>20.586</b>	<b>44.927</b>	<b>77</b>	<b>12.404</b>	<b>7.353</b>	<b>11.788</b>

Conforme mencionado anteriormente, é esperado uma deterioração da relação do capital de giro para 2004 e sua melhora ao longo dos anos seguintes.

Cálculo IR e CS:

O cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social foi feito a partir da relação deste pelo Ebit que na média histórica é de 24%.

Cálculo Capex:

Calculo Capex e P&D	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
capex / receita líquida	5,6%	5,5%	6,1%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
P&D / capex	64%	74%	61%	61%	60%	59%	59%	58%
Diluição do P&D sobre o capex				-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

CAPEX	12.900	12.900	20.400	22.792	23.677	25.037	26.349	27.667
P&D	8.200	9.500	12.500	13.826	14.219	14.885	15.509	16.122

A partir da premissa de que os volumes se manterão constantes de 2004 em diante, podemos concluir que não serão necessários investimentos em expansão de capacidade. Assim sendo, trabalho com a hipótese de que o percentual do capex sobre a receita líquida permanecerá nos níveis históricos. Já os investimentos em P&D crescerão em linha com o capex, sofrendo, no entanto, uma pequena diluição de 1% ao ano.

Como possuímos a “fotografia” da companhia até o 3º trimestre de 2004 para o cálculo do valor justo utilizaremos somente a geração de caixa do último trimestre em questão. Segue, portanto a projeção para o 4º trimestre de 2004. Esta foi calculada a partir da projeção efetuada para o resultado do ano de 2004:

**PROJEÇÃO DO 4º TRI**

	22.343
VARIAÇÃO DE K DE GIRO	(14.934)
<b>CASH FLOW I</b>	<b>37.276</b>
<b>CASH FLOW I EM US\$</b>	<b>13.409</b>
IR e CS	(4.270)
<b>CASH FLOW II</b>	<b>33.006</b>
<b>CASH FLOW II EM US\$</b>	<b>11.873</b>
CAPEX	4.953
P&D	1.962
<b>CASH FLOW III</b>	<b>30.016</b>
<b>CASH FLOW III EM US\$</b>	<b>10.797</b>
<b>Dólar Médio 4º tri</b>	<b>2,78</b>

A variação do capital de giro é calculada versus o 3º trimestre de 2003. O Ebitda, IR e CS, *Capex* e o P&D são calculados pela projeção para o ano de 2004 subtraído pelos 9 primeiros meses de 2004. Assim sendo chegamos ao FCF para firma do trimestre. Os fluxos em dólares são calculados pelo dólar médio do trimestre.

**V.2 – WACC – “Weight Average Cost of Capital”**

Perfil da dívida:

Financiamentos (R\$ mil)	Curto Prazo	Longo Prazo	Total	Indexador	Taxa anual média	Participação
<b>Moeda Estrangeira</b>						
Financ. Importação	41.833	-	41.833	Libor + juros de 0,25% a 0,8%	0,5%	92,0%
<b>Moeda Nacional</b>						
Imobilizado - FINAME	900	2.724	3.624	TJLP + juros de 2% a 4%	3%	8,0%
<b>Total</b>	<b>42.733</b>	<b>2.724</b>	<b>45.457</b>			
<b>30/set/04</b>						
Caixa			54.893			
Dívida Líquida			(9.436)			

O cálculo do valor da firma será feito em dólares, logo devemos calcular seu custo médio de capital em dólares. Para tanto, segue tabela abaixo:

<b>30-set-04</b>	<b>Em US\$</b>
Net Debt Romi :	(3.370)
Patrimônio Líquido :	108.346
Capitalização Total :	104.976
dívida/capitalização total :	-3,2%
Beta* :	0,36
US\$ hoje	2,80

\* Fonte: Bloomberg

A seguir resumo das taxas utilizadas para os cálculos do custo do capital próprio e de terceiros:

TAXAS	ao ano
C-Bond	8,00%
TJLP	9,75%
Variação Cambial	6,00%
Libor de um ano	2,98%
<b>Prêmio de Risco ( E(Rm)-Rf ) :</b>	
Large cap	9,10%
Small cap	14,00%

Custo de Capital Próprio:

<b>Custo de Capital Próprio :</b>	<b>13,0%</b>
Rf ( C-Bond)	8,0%
E(Rm) - Rf	14,0%
Beta	0,36

O custo do capital próprio, conforme detalhado no Cap I – Introdução -, representa qual será o retorno mínimo que um investidor irá requerer em investimentos com diferentes níveis de risco.

Custo de Capital de Terceiros:

<b>Custo da Dívida em US\$:</b>	
M. Nacional	6,6%
M. Estrangeira	3,5%

Fazendo uma ponderação do custo da dívida da Romi de acordo com suas respectivas participações na dívida bruta chegamos ao custo médio ponderado de sua dívida.

O outro elemento para o cálculo do custo de capital de terceiros é a taxa efetiva de impostos que no caso da Romi por possuir incentivos fiscais limitados a R\$ 4,7 milhões por ano para investimentos em P&D, esta alíquota é de 30%. Segue tabela com cálculo:

<b>Custo de Capital de Terceiros :</b>	<b>2,6%</b>
<b>Custo Ponderado dos Empr. Atuais</b>	<b>3,8%</b>
<b>Taxa Efetiva de Impostos</b>	<b>30,0%</b>
<b>Benefício Fiscal da Alavancagem</b>	<b>70%</b>

Enfim, a partir da ponderação entre o custo de capital próprio e capital de terceiros chegamos no WACC – Custo Médio Ponderado de Capital:

<b>Valor Total da Empresa (US\$) :</b>	104.976
<b>Capital Próprio :</b>	108.346
<b>Capital de Terceiros :</b>	(3.370)

$$WACC = 13,4\%$$

A ponderação é feita calculando a proporção de capital próprio e capital de terceiros sobre o valor total.

### V.3 - Valor justo da firma

Agora que determinamos os fluxos de caixa e a taxa de desconto (WACC), estamos aptos a determinar o valor presente da Romi.

Este, será determinado a partir do somatório dos fluxos de caixa trazidos a valor presente pela taxa de desconto menos a dívida líquida. Segue tabela com o cálculo do valor presente da firma:

	4ºtri - 04	2005	2006	2007	2008
<b>Fluxo de Caixa Livre US\$</b>	<b>10.797</b>	<b>16.495</b>	<b>15.165</b>	<b>14.126</b>	<b>14.234</b>
Fator de Crescimento		1,53	0,92	0,93	1,01
Fator de Desconto	0,97	0,85	0,75	0,67	0,59
Valor Descontado	10.463	14.099	11.433	9.394	8.349
Cresc. na Perpetuidade	2,5%				
Perpetuidade	76.783				
V. P. do Fluxo	147.601				
<b>Valor da Firma</b>	<b>150.971</b>		<b>US\$ hoje</b>	<b>2,80</b>	
Nº de Ações	3.273				
<b>Valor por Ação (US\$)</b>	<b>46,13</b>	<b>Em R\$:</b>	<b>129,2</b>		
<b>Preço da ação - ROMI4 (R\$)</b>	<b>100,00</b>	<b>up side</b>	<b>29,2%</b>		
<b>EV (R\$)</b>	<b>317.864</b>				
<b>EV/EBITDA 2004</b>	<b>3,84</b>				
<b>EV/EBITDA 2005</b>	<b>3,94</b>				
<b>EV/EBITDA 2006</b>	<b>3,73</b>				



Dividindo o valor da firma pelo número de ações chegamos ao valor justo por ação em dólares para dezembro de 2004. O valor por ação em reais é calculado multiplicando o valor por ação pelo câmbio.

Assim sendo, segundo modelo proposto, a ação tem um potencial de alta de 29,2% e está sendo negociando a um múltiplo de 3,9 vezes para 2005 (EV - “enterprise value” - (valor de mercado mais dívida líquida) / Ebitda).

Mesmo assumindo que o modelo e as premissas estejam de acordo com futuro do país e da companhia, nada nos garante que o mercado precificará a companhia pelo seu valor justo. As expectativas para o futuro sempre variam de agente para agente, além disso existem outros empecilhos que podem atrapalhar uma precificação justa para a ação como a liquidez, o baixo free float, o desalinhamento de interesses entre o controlador e o preço da ação. Nessa última hipótese, o desalinhamento acaba, conseqüentemente, se tornando entre os minoritários, que dependem exclusivamente do preço da ação e da distribuição de dividendos, e o controlador que pode, por exemplo, estar interessado em fechar o capital da companhia e portanto estimulando a queda das cotações das ações da companhia (quanto mais baixo o preço da ação melhor).

#### **V.4 – Outros**

Segue um raio-x enfocando os principais números da Romi

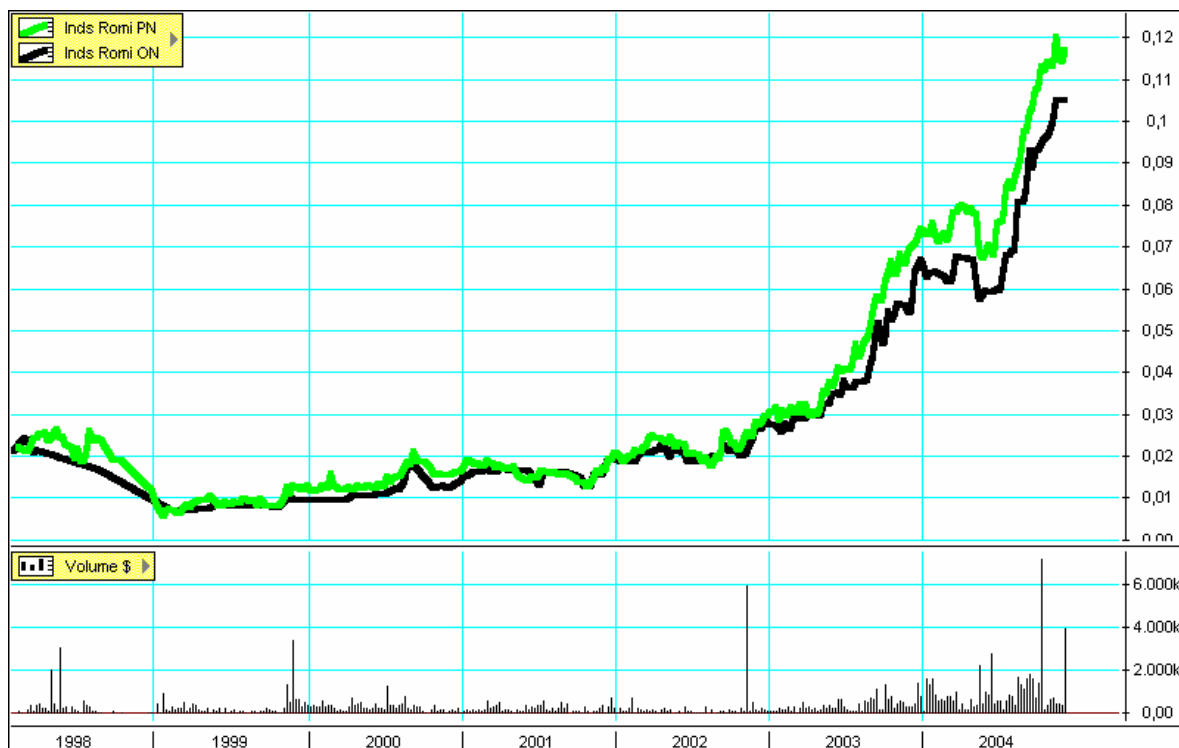
## ROMI 4 – R\$ 1000

Preço da Ação	100,00
Market Cap	327.300
Dívida Líquida	(8.848)
Enterprise Value	318.452
Ebit 12 meses	64.508
Ebitda 12 meses	70.342
Margem Ebitda	18,06%
Ebitda 2004	83.218
Ebitda 2005	81.734
EV/EBITDA 2005	3,89
Vendas 12 meses	389.592
ROIC	13,87%
Lucro Líquido 12m	46.561
LL 12m/Ação	14,22
CAPEX 12 meses	22.900
FCF 2005 para a firma em R\$	49.779
FCF 2005 para a firma em US\$	16.495
FCF YIELD 2005 para a firma	15,21%
Dívida Líquida / EBITDA	(0,13)
PL/Ação	92,66
Liquidez média 30 dias R\$ - 1000	122
Liquidez média 180 dias R\$ - 1000	112
Nº Total de ações	3.273
P / L	7,03

O P/L expressa a relação preço sobre o lucro que nada mais é do que o valor de mercado da companhia dividido pelo lucro líquido, ou seja, intuitivamente nos dá uma relação entre o preço pago aos lucros atuais.

A liquidez média das ações da Romi é muito baixa, devido sobretudo ao baixo free float somado a um valor de mercado não tão expressivo. Este fato, sem dúvida torna as ações menos atrativas. Pela teoria da liquidez sabemos que para ativos menos líquidos os investidores tendem a exigir retornos maiores, aliado ao fato de que a baixa liquidez dificulta que os grandes investidores montem suas posições.

Segue gráfico com o desempenho do preço das ações (cotações em Reais) ordinárias nominativas -ON e preferenciais nominativas –PN, ajustado pela inflação e proventos, inclusive dividendos ( parte superior do gráfico) . O volume financeiro das negociações das ações PN da Romi nas bolsas de valores brasileiras desde 1998 encontra-se na parte inferior.



Podemos observar a forte valorização das ações desde 2003 acompanhada do aumento do volume apesar de ainda permanecer em níveis baixos, em torno de R\$100 mil – R\$150 mil por dia.

Como a ação negocia por lote de mil os preços no gráfico devem ser multiplicados por mil ou seja, 0,1 no gráfico representa 100 para o preço negociado em bolsa.

## V.5 CONCLUSÃO

Podemos concluir que as principais variáveis para o desempenho da Indústria Romi são o comportamento da economia brasileira e mundial, a cotação do dólar e a taxa de juros praticadas no país que expressa o custo oportunidade das empresas investirem.

É importante mencionar que a presente análise teve o objetivo de precificar a companhia do ponto de vista de um acionista minoritário e não do ponto de vista de um investidor que pretenda assumir o controle da companhia. Neste caso, seria necessário um

outro nível de informação, além de diferentes premissas e níveis de risco associado ao investimento para que fosse possível calcular o prêmio de controle.

A metodologia utilizada foi o método conhecido como Fluxo de Caixa Livre Para Firma, através do qual encontramos um preço justo de R\$ 129,2 com um potencial de valorização de 29,2% .

Finalmente, cumpre ainda destacar na tarefa de avaliação do preço justo da Romi, a importância do desempenho do setor de Bens de Capital para a precificação futura de suas ações, quer pelo posicionamento da Romi dentro do próprio setor, quer pelo desempenho do setor no contexto nacional e global, como por exemplo o impacto de inovações tecnológicas e/ou de outras vantagens competitivas desenvolvidas por concorrentes/substitutos que escapa da capacidade de previsão até mesmo do melhor analista.

## ANEXOS

## I – Balanço Patrimonial

<b>Balanço Patrimonial</b>	<b>31/12/1999</b>	<b>31/12/2000</b>	<b>31/12/2001</b>	<b>31/12/2002</b>	<b>31/12/2003</b>
<b>Ativo</b>					
<b>Circulante</b>	<b>156.368</b>	<b>179.995</b>	<b>194.155</b>	<b>191.900</b>	<b>232.938</b>
Disponibilidades	4.331	3.445	2.122	27.042	47.009
Créditos	22.920	42.617	44.394	49.120	66.571
<i>Clientes</i>	62.575	82.353	95.290	104.022	133.129
<i>Provisões</i>	(868)	(1.920)	(1.849)	(1.197)	(1.172)
<i>Descontos</i>	(38.787)	(37.816)	(49.047)	(53.705)	(65.386)
Estoques	88.354	97.124	110.367	110.503	113.225
Outros	40.763	36.809	37.272	5.235	6.133
<b>Realizável a LP</b>	<b>14.272</b>	<b>15.844</b>	<b>12.142</b>	<b>14.774</b>	<b>11.011</b>
Créditos Diversos	7.128	9.844	7.725	11.987	7.585
Com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-
Outros	7.144	6.000	4.417	2.787	3.426
<b>Permanente</b>	<b>111.393</b>	<b>104.874</b>	<b>98.907</b>	<b>91.387</b>	<b>93.028</b>
Investimentos	16.848	18.167	16.856	14.424	15.349
Imobilizado	94.545	86.707	82.051	76.963	77.679
Diferido	-	-	-	-	-
<b>Ativo Total</b>	<b>282.033</b>	<b>300.713</b>	<b>305.204</b>	<b>298.061</b>	<b>336.977</b>
<b>Passivo</b>					
<b>Circulante</b>	<b>50.266</b>	<b>70.627</b>	<b>68.326</b>	<b>46.683</b>	<b>55.652</b>
Empréstimos e Financiamentos	35.949	40.934	40.071	9.366	17.185
Debêntures	1.437	-	-	-	-
Fornecedores	4.192	9.712	4.818	10.411	9.973
Impostos, Taxas e Contribuições	1.168	1.924	3.127	1.636	5.481
Dividendos a Pagar	320	4.978	8.145	1.422	2.018
<i>Provisões</i>	414	2.157	-	-	-
Com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-
Outros	6.786	10.922	12.165	23.848	20.995
<b>Exigível a LP</b>	<b>29.662</b>	<b>17.154</b>	<b>13.314</b>	<b>11.996</b>	<b>12.924</b>
Empréstimos e Financiamentos	14.127	3.111	1.159	311	1.320
Debêntures	-	-	-	-	-
<i>Provisões</i>	-	-	-	-	-
Com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-
Outros	15.535	14.043	12.155	11.685	11.604
<b>Exercícios Futuros</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Participações Minoritárias</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>202.105</b>	<b>212.932</b>	<b>223.564</b>	<b>239.382</b>	<b>268.401</b>
Capital Social Realizável	89.762	89.762	89.762	89.762	89.762
Reservas de Capital	1.678	1.722	2.052	2.052	2.052
Reservas de Reavaliação	45.527	42.665	39.040	37.257	35.224
Reservas de Lucro	65.138	78.783	92.710	110.311	141.363
Lucros Acumulados	-	-	-	-	-
<b>Passivo Total</b>	<b>282.033</b>	<b>300.713</b>	<b>305.204</b>	<b>298.061</b>	<b>336.977</b>

## II – Demonstração do Resultado de Exercício

D.R.E.	31/12/1999	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003
<b>Receita Líquida</b>	<b>128.467</b>	<b>207.774</b>	<b>231.880</b>	<b>236.389</b>	<b>332.167</b>
var % YoY		62%	12%	2%	41%
<b>CPV</b>	<b>81.605</b>	<b>128.868</b>	<b>128.086</b>	<b>128.297</b>	<b>188.497</b>
% da Receita Líquida	63,5%	62,0%	55,2%	54,3%	56,7%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>46.862</b>	<b>78.906</b>	<b>103.794</b>	<b>108.092</b>	<b>143.670</b>
Margem Bruta	36,5%	38,0%	44,8%	45,7%	43,3%
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>36.185</b>	<b>55.100</b>	<b>65.222</b>	<b>69.026</b>	<b>89.836</b>
% da Receita Líquida	28,2%	26,5%	28,1%	29,2%	27,0%
Vendas	18.219	26.471	29.322	30.870	41.511
Administrativas	17.966	28.629	35.900	38.156	48.325
<b>EBIT</b>	<b>10.677</b>	<b>23.806</b>	<b>38.572</b>	<b>39.066</b>	<b>53.834</b>
Margem EBIT	8,3%	11,5%	16,6%	16,5%	16,2%
Resultado Financeiro	(8.959)	(2.841)	(12.038)	(839)	1.340
% da Receita Líquida	-7,0%	-1,4%	-5,2%	-0,4%	0,4%
Receitas Financeiras	9.557	7.263	8.145	5.072	11.159
Despesas Financeiras	(18.516)	(10.104)	(20.183)	(5.911)	(9.819)
Outras Rec/Despesas Operac.	-	-	-	-	-
<b>Equivalência Patrimonial</b>	<b>(1.197)</b>	<b>1.319</b>	<b>(793)</b>	<b>(2.735)</b>	<b>(2.048)</b>
Resultado Operacional	521	22.284	25.741	35.492	53.126
% da Receita Líquida	0,4%	10,7%	11,1%	15,0%	16,0%
Resultado Não Operacional	95	1.146	224	148	1.064
Receitas	238	1.146	224	148	1.064
Despesas	(143)	-	-	-	-
<b>LAIR</b>	<b>616</b>	<b>23.430</b>	<b>25.965</b>	<b>35.640</b>	<b>54.190</b>
% da Receita Líquida	0,5%	11,3%	11,2%	15,1%	16,3%
Provisão p/ IR/Contribuição Soc.	926	(5.145)	(6.380)	(8.413)	(14.609)
IR Diferido	-	-	-	-	-
Participações/Contribuições Estat.	-	(970)	(970)	(1.060)	(1.498)
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-
<b>Lucro do Período</b>	<b>1.542</b>	<b>17.315</b>	<b>18.615</b>	<b>26.167</b>	<b>38.083</b>
Margem Líquida	1,2%	8,3%	8,0%	11,1%	11,5%
Depreciação e Amortizações	9.849	8.306	9.835	7.897	7.087
<b>EBITDA</b>	<b>20.526</b>	<b>32.112</b>	<b>48.407</b>	<b>46.963</b>	<b>60.921</b>
Margem EBITDA	16,0%	15,5%	20,9%	19,9%	18,3%

## BIBLIOGRAFIA

- ABIMAQ – Associação Brasileira das Indústrias de Maquinas e Ferramentas
- Bloomberg
- BNDES – BNDES 50 anos Histórias Setoriais. São Paulo, DBA, 2002
- COPELAND, Tom e KOLLER, Tim - Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3º edição
- DAMODARAN, Aswath - Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Rio de Janeiro, Qualitymark, 1997
- Documentos sobre a Romi disponibilizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), sendo eles: Informações Trimestrais (ITR), Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e Informações Anuais (IAN)
- Economática
- SALOMON, Délcio – Como Fazer Uma Monografia. São Paulo, Martins Fontes, 1999
- TRAIN, Jonh - The Money Masters. New York, HarperBusiness, 1994
- [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)
- [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)
- [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)
- [www.romi.com.br](http://www.romi.com.br)
- [www.uol.com.br/bestcars](http://www.uol.com.br/bestcars)