

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RELATÓRIO FINAL

**Impactos da privatização na rentabilidade das empresas:
uma metodologia
para acompanhamento dos índices financeiros.**

***Aluno:* ÁLVARO SCHOCAIR DE SOUZA FILHO**
***Orientação:* ARTHUR RIDOLFO**

1997 - 1998

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RELATÓRIO FINAL

**Impactos da privatização na rentabilidade das empresas:
uma metodologia
para acompanhamento dos índices financeiros.**

***Aluno:* ÁLVARO SCHOCAIR DE SOUZA FILHO**
***Orientação:* ARTHUR RIDOLFO**

1997 - 1998

ÁLVARO SCHOCAIR DE SOUZA FILHO

**Impactos da privatização na rentabilidade das empresas: uma metodologia
para acompanhamento dos índices financeiros.**

Relatório Final, sob orientação do
professor Arthur Ridolfo a ser
apresentado ao CNPq para obtenção de
Bolsa de Iniciação Científica.

SÃO PAULO

1997 - 1998

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	4
METODOLOGIA	7
AMBIENTE	8
ÍNDICES FINANCEIROS	12
EMPRESAS A SEREM ANALISADAS	16
RESULTADOS	24
A QUESTÃO DOS PREÇOS	60
CONCLUSÃO	62
BIBLIOGRAFIA	64

INTRODUÇÃO

A privatização, hoje em dia, é uma etapa importante na caminhada para que o Estado, libertando-se dos encargos empresariais, possa dedicar integralmente seus esforços e seus recursos às atividades que são de sua responsabilidade básica, tais como: saúde, educação básica, justiça e segurança. É justamente assim que, segundo os defensores da privatização, trabalham os Estados de países desenvolvidos, como Estados Unidos, Canadá e Alemanha.

Vista como a solução ideal para as empresas estatais, a privatização não atingiu seus bens declarados. Mas, pelo menos, a década de 1980 pôs em movimento uma busca criativa de "remédios", da qual emergiu uma gama de opções mais vasta do que tudo o que existia antes. Os países em desenvolvimento descobriram novos métodos de utilização do setor privado, fazendo-o cooperar na satisfação das necessidades nacionais e em novas combinações entre os setores público e privado que pudessem promover o desenvolvimento.

Segundo Mark S. Flower¹, a privatização é um processo e um objetivo final. Como processo, envolve complexas análises de risco e intrincadas atividades transacionais. Como objetivo,

1- BOECKER, P. H.. Transformações na América Latina. Jorge Zahar Editor, Rio de Janeiro, 1995.

a privatização significa uma mudança fundamental nos incentivos e metas que governam a administração.

Sob a propriedade do Estado, os incentivos e objetivos da administração são definidos pela política social e, com freqüência, implementados por burocracias ineficientes. No mercado global de hoje, não é suficiente para que a privatização ocorra efetuar uma transição da propriedade pública, ou estatal, para a propriedade privada. Os monopólios, sejam públicos ou privados, tendem sempre a ser burocráticos e ineficientes. O significado real da privatização é obter para o público e para o mercado como um todo a completa linha de benefícios dos incentivos que impulsionam a empresa privada competitiva. Eles incluem também a inovação, o investimento, a eficiência e a receptividade às necessidades do mercado.

Em teoria, a alternativa escolhida para se acabar com os problemas das empresas estatais parece bastante clara e favorável. Mas será que na prática isso realmente acontece? Seria verdade que uma empresa deixando de ser uma estatal com prejuízos, passaria a ser uma companhia privada com grandes lucros?

As respostas para estas perguntas não estão ainda bastante claras. Segundo José Carlos de Assis², a privatização nada mais é do que a transformação de empresas de serviços públicos regulamentadas em monopólios privados desregulados. Segundo o autor, o maior problema do governo é adotar as melhores formas de

2- ASSIS, J. C.. A Nêmesis da Privatização. Editora Mecs, Rio de Janeiro, 1997.

privatização para as grandes corporações. Na venda de uma empresa de serviços públicos, a questão de quem exercerá o controle é uma legítima preocupação política. Não é apenas uma negócio que está em jogo, mas um serviço essencial para as condições de vida das pessoas e para a economia. A concessão de exploração, que tradicionalmente se dava a uma pessoa física e que está sendo progressivamente moralizada pela licitação (na energia elétrica e nas comunicações), quando conferida a pessoas jurídicas coloca a figura abstrata de uma empresa como responsável ante o órgão regulador por um conjunto de obrigações: disponibilidade, qualidade, tarifa regulamentada, investimentos etc. Tratando-se de uma sociedade anônima, a responsabilidade geral do administrador se refere às relações com os acionistas e o Fisco, nem sempre ao consumidor; significado que defronta fortemente com os pensamentos descritos nos parágrafos anteriores.

Por esse motivo, o tema "*Impactos da privatização*" vem ganhando destaque, sendo cada vez mais amplamente discutido e considerado como objeto de pesquisas.

METODOLOGIA

Foi procedida a coleta de informações através de livros, teses, artigos, dissertações etc, além é claro das análises empresariais realizadas em organizações recém privatizadas dentro do setor de siderurgia, como a Cosipa, a Usiminas e a Companhia Siderúrgica Nacional. Por ser um processo bastante recente em nossa história e o banco de dados sobre o assunto não ser tão qualificado foi decidido também que se tomará por base outros setores já privatizados em nosso país, entre eles o de energia elétrica e o de Aviação. As análises serão feitas tanto vertical, como horizontalmente nos índices financeiros de rentabilidade dessas, através de balanços divulgados ao público.

AMBIENTE

A privatização é um processo através do qual o Governo, que é o dono de uma determinada empresa, transfere o controle acionário - isto é, o controle do capital - para os particulares. Em resumo: com as privatizações o governo vende, parcial ou totalmente, a sua participação em uma determinada empresa.

Existem muitos modelos de privatização. O governo pode, ao vender o controle, continuar detendo uma fatia minoritária das ações, ou fixar em lei as condições de exercício do controle pelo novo grupo comprador. Foi assim, por exemplo, na Inglaterra e na França, e isso aconteceu quando esses países tinham governos conservadores e socialistas.

O que você se ganha com as privatizações? A experiência internacional mostra que quando as pessoas físicas participam da privatização, o programa é bem-sucedido. O melhor exemplo é o da Inglaterra: na venda da British Telecom - a Telebrás de lá - 2,3 milhões de pessoas compraram ações, investindo 3,9 bilhões de libras. A França fez o mesmo e teve grande êxito na desestatização. De uma forma ou de outra, ocorreram privatizações na Espanha, na Itália e em outros países.

Privatização ou desestatização é o processo pelo qual o Estado transfere à iniciativa privada e ao público em geral a propriedade das empresas de diversos setores produtivos, para dedicar-se de maneira mais eficiente às atividades como saúde, educação, habitação, justiça e segurança pública.

No Brasil, como em outros países, o Estado assumiu num determinado momento diversas funções produtivas que precisavam de algum impulso para se desenvolver. Ao longo do tempo, contudo, o Estado se sobrecarregou. Por isso, na maioria dos casos as empresas por ele controladas perderam a eficiência e/ou a capacidade de investir. Elas se transformaram em um ônus para os contribuintes e, nas áreas monopolizadas, impediram também que particulares participassem com investimentos novos.

A privatização no Brasil ganhou impulso a partir de 1990, com o Plano Nacional de Desestatização (PND), criado pela Lei 8.031 de 12/4/90. A privatização passou a ser parte do programa de governo e elemento essencial das reformas estruturais.

A privatização é fundamental para o saneamento financeiro do Estado e para a recuperação da sua capacidade de investimento. Desde o início do programa, foram privatizadas 45 empresas e arrecadados US\$ 12 bilhões (veja quadro com a relação das empresas e o valor da venda), dos quais aproximadamente US\$ 3,3 bilhões em moeda corrente e o restante através da redução de dívida pública. Mais do que os recursos arrecadados, a privatização tira das mãos do Estado o fardo de empresas ineficientes e muitas vezes deficitárias.

O Programa Nacional de Desestatização (PND) já ofereceu resultados expressivos. Várias empresas estatais vendidas ao setor privado voltaram a investir, recuperando os anos perdidos.

Os exemplos da Usiminas e da Cia. Siderúrgica Nacional (CSN) são importantes. Em 1994, apenas três anos após ter

sido privatizada, a Usiminas foi escolhida pela revista Exame a empresa do ano: obteve a mais alta lucratividade do setor siderúrgico e o 6º lugar entre as 2.000 empresas brasileiras. A produtividade cresceu 20% e ela voltou a pagar impostos. Em 1995, recolheu R\$ 142 milhões em Imposto de Renda e contribuições sociais. E começou a distribuir lucros aos empregados: cada funcionário recebeu em média R\$ 1.800 ano passado.

Outro exemplo é a CSN. Criada por Getúlio Vargas nos anos 40, há anos amargava prejuízos. Os gastos do governo federal com a empresa serviam apenas para amortizar esse prejuízo - faltava dinheiro para modernizar a empresa. Privatizada, o programa de investimentos até o ano 2000 chega a US\$ 1,1 bilhão, com o qual ela poderá retomar a liderança no setor siderúrgico. O governo ganhou com a venda e economizou centenas de milhões destinados à manutenção da CSN, além de receber R\$ 50 milhões em Imposto de Renda e contribuições sociais em 1995.

Outros países criaram formas para facilitar o acesso das pessoas físicas à privatização. Na Inglaterra, os incentivos à compra de ações incluíram facilidades para os pequenos investidores e esquemas especiais para empregados. Utilizaram-se, por exemplo, planos facilitados de pagamento.

Os novos acionistas também foram incentivados a manter as ações por algum tempo. Aqueles que mantivessem as ações em seu poder por pelo menos três anos, por exemplo, teriam descontos nas suas contas de serviços públicos. Em outros casos,

depois de um certo período o acionista que mantivesse as ações poderia ganhar outras gratuitamente.

Na França buscou-se uma ampla difusão das ações, mediante oferta pública de venda largamente divulgada. O grande público foi o mais importante beneficiário, seguido pelos empregados das empresas. O objetivo da pulverização das ações foi o de criar um núcleo estável de acionistas, cujo número cresceu quatro vezes em apenas um ano de programa, com 28 empresas privatizadas.

Para atuar de maneira eficiente nas suas funções prioritárias, o Estado brasileiro deverá reduzir ainda mais sua participação em atividades que podem ser melhor administradas pela iniciativa privada.

ÍNDICES FINANCEIROS

Definição

Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa.

Os índices constituem a técnica de análise mais empregada atualmente. Muitas vezes na prática, confunde-se Análise de Balanços com extração de índices. A característica fundamental dos índices é fornecer visão ampla da situação.

Aspectos da empresa revelados pelos índices

Pode-se subdividir a análise das Demonstrações Financeiras em análise da situação financeira e análise da situação econômica. Assim também são divididos os índices: alguns evidenciam aspectos da situação financeira de uma empresa e, por outro lado, outros mostram aspectos da situação econômica. Ainda, por sua vez, os índices da situação financeira são divididos em índices de estrutura de capitais e índices de liquidez.

Para a realização do projeto, tomaremos por base apenas algumas das inúmeras possibilidades de índices existentes, são eles:

- Giro do Ativo;
- Margem Líquida;
- Rentabilidade do Ativo;
- Rentabilidade do Patrimônio Líquido.

Foram usados os índices de rentabilidade, justamente por esses revelarem quanto renderam certos investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa.

Descrição dos Índices

GIRO DO ATIVO

Primeiramente, podemos dizer que o sucesso de uma empresa depende em primeiro lugar de um volume de vendas adequado. O volume de vendas tem relação direta com o montante de investimentos. Não se pode dizer se uma empresa está vendendo pouco ou muito olhando-se apenas para o valor absoluto de suas vendas.

Esse índice mede o volume de vendas da empresa em relação ao capital total investido. Indica quanto a empresa vendeu para cada R\$ 1,00 de investimento total. É definido como **Vendas Líquidas** dividido pelo **Ativo**.

MARGEM LÍQUIDA

Indica quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 100 vendidos. Quanto mais alto seu valor, mais favorável. Mostra que o valor absoluto vendido não significa, necessariamente que a empresa auferiu um lucro maior. É definido como **Lucro Líquido**

dividido por **Vendas Líquidas** multiplicado por cem.

RENTABILIDADE DO ATIVO

Este índice mostra quanto a empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao Ativo. É uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa. Não é exatamente uma medida de rentabilidade do capital, mas uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano.

Caracterizado pela divisão do **Lucro Líquido** sobre o **Ativo**, também multiplicado por cem.

RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

O papel do índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do Capital Próprio. Essa taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como Caderneta de Poupança, Ações, Fundos de

Investimentos etc. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

Como Lucro Líquido se acha expurgado da inflação, a taxa de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é real. Assim, ao ser comparada com o rendimento da Caderneta de Poupança, toma-se apenas a taxa de juros desta e deixa-se de lado a Correção Monetária. Idem em relação à comparação com o rendimento de outras aplicações.

É definido como **Lucro Líquido** sobre **Patrimônio Líquido Médio** vezes cem.

DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS A SEREM ANALISADAS

USIMINAS

LOCALIZAÇÃO

A sede da Usiminas está localizada em Belo Horizonte, capital de Minas Gerais. A unidade produtiva, Usina Intendente Câmara, está situada em Ipatinga (Minas Gerais) na região do Vale do Aço, a 220 quilômetros de Belo Horizonte. Está próxima a uma das maiores reservas de minério de ferro do mundo, o Quadrilátero Ferrífero de Minas Gerais.

ESCRITÓRIOS REGIONAIS

Sede: Belo Horizonte/ MG

Rua Professor José Vieira de Mendonça, 3011

Engenho Nogueira

Caixa Postal 806

CEP: 31310-260

Tel.: (031) 499 8000 - DDR: 499 + ramal

Fax: (031) 499 8899

Rio de Janeiro/ RJ

Rua da Candelária, 60 - 7º andar - Centro

CEP: 20091-020

Tel.: (021) 223 2153

Fax: (021) 253 8421

São Paulo/ SP

Av. do Café, 277 - 9º andar - Torre A Ed. Centro Empresarial do Aço -
Jabaquara

CEP: 04311-000

Telefone: (011) 5584 2200

Fax: (011) 5584 2207

HISTÓRICO

A Usiminas foi fundada em 1956 como uma empresa privada, fruto dos ideais das classes empresariais de Minas Gerais. Em 1958, tornou-se uma "joint-venture" com a participação de capital estatal, do governo federal e de Minas Gerais, em parceria com acionistas japoneses.

Em 26 de outubro de 1962, entrou em operação o primeiro alto-forno da Usina Intendente Câmara. Paralelamente à construção da Usina, nasceu Ipatinga, hoje, uma das mais importantes cidades do Vale do Aço.

CULTURA

A Usiminas representa a união entre dois países e duas culturas. Movida pelo perfeito entrosamento dessa associação, que acabou por formar uma parceria sólida e duradoura, a Usiminas preservou princípios de seus pioneiros que, sedimentados ao longo do

tempo, criaram sua própria cultura baseada nos seguintes valores: ética, espírito de equipe e contínua evolução tecnológica.

CAPITAL SOCIAL

Até 31/10/91, foi uma empresa controlada pelo governo federal e, de acordo com a Assembléia Geral Extraordinária de 03/06/91, contava com um capital de 90.388.766 mil cruzeiros, representado por 2.231.092.763 mil ações.

Em 24/10/91, foi concretizada a privatização da Usiminas com a venda do controle acionário da Empresa, através de leilão realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL

LOCALIZAÇÃO

A Companhia Siderúrgica Nacional, privatizada em abril de 1993, é líder no setor siderúrgico brasileiro e responde por mais de 17% da produção brasileira de aço bruto, que em 1996 foi de 25,2 milhões de toneladas. A Usina Presidente Vargas é a maior planta siderúrgica integrada da América Latina e está localizada em Volta Redonda, no sul do Estado do Rio de Janeiro, a 145 km da cidade do Rio de Janeiro.

PRODUÇÃO

A capacidade anual de produção da usina é de 4,6 milhões toneladas de aço líquido. Em 1996, 71% das vendas foram destinados ao mercado interno e 29% exportados para 71 países. Seus produtos são bobinas e chapas finas a quente, bobinas e chapas finas a frio, bobinas e chapas zincadas, destinados às indústrias automobilística, de eletrodomésticos e construção civil. Além destes produtos, a CSN também produz folhas de flandres e folhas cromadas, cuja principal aplicação é na indústria de embalagens. Única produtora brasileira de cromadas e folhas-de-flandres, a CSN é a maior produtora do mundo de folhas-de-flandres em uma só usina: sua produção anual supera 1 milhão de toneladas. Os dois altos-fornos atualmente em operação na CSN produzem, em conjunto, 13.500 toneladas de ferro-gusa por dia. As outras principais unidades de produção são a coqueria, sinterização, aciaria, lingotamento contínuo, laminação a quente, laminação a frio, zincagem, cromagem e estanhamento eletrolítico. A CSN é auto-suficiente em minério de ferro e fundentes (calcário e dolomita). Todo o minério de ferro consumido pela Usina vem da mineração de Casa de Pedra, localizada em Congonhas, Minas Gerais; o calcário e a dolomita são extraídos na mineração de Arcos, localizada na cidade de Arcos, também em Minas Gerais.

CAPITAL SOCIAL

As ações da CSN são negociadas nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro, São Paulo e também no mercado de balcão, via ADRs nível 1, em Nova Iorque, onde foram lançadas em novembro de 1993.

COMPANHIA SIDERÚRGICA PAULISTA

LOCALIZAÇÃO

A Companhia Siderúrgica Paulista - COSIPA tem, desde a sua origem, duas vantagens estratégicas relacionadas com a sua localização geográfica. Situada à beira-mar, no município de Cubatão, a Usina "José Bonifácio de Andrada e Silva" dista apenas 60 km da Região Metropolitana de São Paulo, maior mercado consumidor da América Latina, e ainda possui um Terminal Marítimo próprio instalado dentro do seu parque industrial. Desde 1970, o Terminal Marítimo da COSIPA tem gerado facilidades para recebimento de matéria-prima para a fabricação do aço (carvão importado e minério de ferro) e para exportação dos laminados planos. Atualmente, esse Complexo Portuário assume um papel ainda mais relevante ao se constituir na mais nova unidade de negócios da Empresa.

A Usina "José Bonifácio de Andrada e Silva" ocupa uma área de 12,5 milhões de metros quadrados, em Piaçaguera, município de Cubatão, entre o Litoral e a Serra do Mar, ao lado do Estuário Santista.

PRODUÇÃO

A COSIPA é uma das três produtoras nacionais de Laminados Planos Não Revestidos (LPNR). Sua Usina "José

Bonifácio de Andrada e Silva" é a segunda maior do país em capacidade nominal de produção de aço líquido: 3,9 milhões de toneladas/ano.

HISTÓRICO

A Companhia Siderúrgica Paulista - COSIPA tem, desde a sua origem, duas vantagens estratégicas relacionadas com a sua localização geográfica. Situada à beira-mar, no município de Cubatão, a Usina "José Bonifácio de Andrada e Silva" dista apenas 60 km da Região Metropolitana de São Paulo, maior mercado consumidor da América Latina, e ainda possui um Terminal Marítimo próprio instalado dentro do seu parque industrial.

Essa posição estratégica foi justamente vislumbrada pela vanguarda de empresários paulistas ao constituírem a COSIPA em 23 de novembro de 1953, em reunião no Instituto de Engenharia de São Paulo. Evidenciava-se, à época, a necessidade de suprir a demanda nacional por produtos siderúrgicos, diante de um cenário brasileiro fortemente importador e de um emergente crescimento industrial. A Região Metropolitana de São Paulo já absorvia, naquele período, 50% da produção nacional de aço, justificando a idéia e as ações de engenheiros paulistas para dotar o Estado de uma siderúrgica de grande porte.

Sua Usina começou a ser efetivamente construída em 4 de março de 1959. As atividades operacionais foram iniciadas em dezembro de 1963, com a inauguração da Laminação. Em outubro de 1965, entrou em operação o Alto-Forno 1 e, em dezembro, a

Aciaria 1 somou-se ao complexo, tornando a COSIPA uma siderúrgica integrada.

Desde a sua fundação até hoje, o parque industrial da COSIPA passou por três estágios de expansão, elevando a sua capacidade nominal, das iniciais 500 mil toneladas por ano, para as atuais 3,9 milhões de toneladas por ano de aço líquido.

CAPITAL SOCIAL

A COSIPA nasceu com capital de particulares mediante a subscrição de 10.850 ações nominativas. A necessidade de recursos para o empreendimento levou à estatização da Companhia, através de freqüentes aportes de capital do Governo Federal que, desta forma, chegou a ter participação de 99% na composição acionária da Empresa.

Trinta anos após ter permanecido como estatal, a COSIPA retornou à iniciativa privada em 20 de agosto de 1993, quando foram leiloadas, na Bolsa de Valores de São Paulo, 80% das ações ordinárias, assegurando-se outros 14,5% aos funcionários da Empresa, através do CIEC - Clube de Investimentos dos Empregados da COSIPA, e 5,2% à Fundação COSIPA de Seguridade Social - Femco. Na oportunidade, o controle acionário da empresa ficou com o grupo liderado pela Brastubo Construções Metálicas S.A., pelo Banco Bozano Simonsen S.A. e por um consórcio de Clientes.

A busca por suporte tecnológico e financeiro, promovida pelo grupo controlador logo após a concretização do leilão, ensejou o oferecimento de participação na sociedade à Usinas

Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - Usiminas, que adquiriu 49,78% das ações ordinárias.

As ações da COSIPA começaram a ser negociadas em abril de 1994 na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e, em maio do mesmo ano, na Bolsa de Valores de São Paulo. Hoje o capital social da Empresa está distribuído entre cerca de 5.000 acionistas.

Com o retorno à iniciativa privada, tem início uma nova etapa na vida da COSIPA, marcada por uma postura empresarial voltada à maior competitividade e à legítima busca do lucro como princípio básico de sobrevivência.

RESULTADOS

USIMINAS

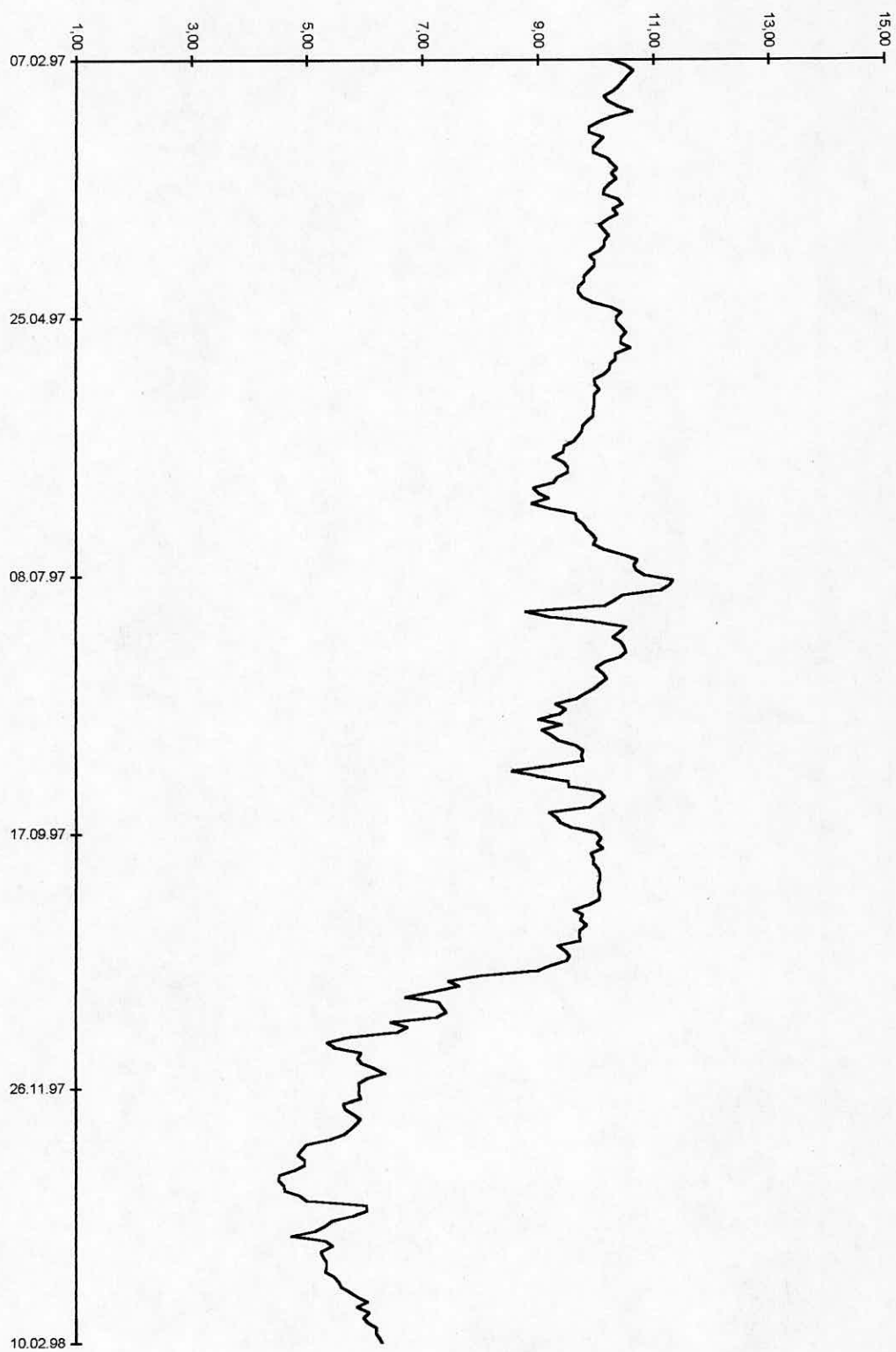
Apesar de uma previsão de redução nos resultados para os dois próximos exercícios, a empresa recém privatizada vem atraindo os investidores por dois motivos básicos: a forte queda em suas cotações nos últimos semestres (ocorrido que nada mais foi que uma consequência da crise asiática), que deixou-a com múltiplos atrativos e a excelente perspectiva de resultados para os anos seguintes, logo após a conclusão do plano de investimentos.

Em fevereiro de 1998 o *target-price* da ação, obtido pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD), era de US\$ 8,30, ou seja, 33,6% superior aos preços de Bolsa na mesma época, justificando a afirmação no primeiro parágrafo.

Apesar disso, vê-se que os próximos dois anos serão afetados por vários fatores, sendo os principais: a desaceleração da atividade econômica neste ano, caixa pressionado por pesados investimentos (só em 1998 serão US\$ 600 milhões) e retorno apenas parcial dos mesmos.

De 2000 em diante acredita-se que haverá uma mudança no patamar de lucro da empresa pois os investimentos estarão concluídos, deverá ocorrer um comportamento mais favorável da economia e irão diminuir as pressões financeiras dos investimentos.

Evolução da Cotação em US\$



Mesmo a nível de análise por P/L encontramos uma desvalorização excessiva nas ações da Usiminas. Para 1998 e 1999, por exemplo, que serão exercícios muito modestos a nível de resultados líquidos, encontramos P/L's respectivos de 5,4x e 5,5x, para um P/L médio de mercado de 8,9x, ou seja um deságio de 39%. Considerando que a atividade não tem um risco elevado, a empresa é uma das mais eficientes do mundo no setor siderúrgico e suas ações tem alta liquidez no Brasil e no exterior (ADR's), achamos tal nível de desconto excessivo.

A perspectiva para os próximos dois anos é de resultados inferiores ao nível de 1997 por várias razões. Em primeiro lugar é preciso ressaltar que o último ano, até a eclosão da crise da Ásia, foi excepcional, mantendo-se a demanda bastante aquecida. Além do fato de que tal conjuntura não se repetirá em 1998, prevendo-se queda de vendas no mercado doméstico, será um exercício com pressão de caixa considerável, prevendo-se investimentos de US\$ 600 milhões. Com certeza parte deste desembolso terá que ser financiado e a própria elevação da dívida fará com que se elevem as despesas financeiras, com reflexos parciais em 1998 e plenos em 1999. Para 1999, especificamente, além de maiores despesas financeiras, provavelmente o desempenho também não será brilhante por dois outros motivos: ainda será um ano de baixo crescimento econômico e a Usiminas fará duas reformas de alto-fornos. Além destes fatos teremos a influência negativa dos prejuízos da Cosipa, do qual a Usiminas detém 25% do capital. É importante lembrar que o prejuízo desta coligada não influenciou o resultado da Usiminas até 1997 porque a amortização do

deságio impedia. O montante de deságio se esgotou no final do ano passado, de forma que não há mais como neutralizar os prejuízos desta coligada.

A longo prazo (2000 em diante), no entanto, o que se espera é que a Usiminas assuma uma forte trajetória de crescimento de lucros. O plano de investimentos estará concluído, com seus reflexos positivos sobre faturamento e margens. A pressão sobre o caixa, pelas mesmas razões irá diminuir e a previsão para a Cosipa também é de recuperação gradual.

A situação da empresa poderá ser ainda melhor do que as estimativas se dois fatos, em gestação, se concretizarem: a fusão com a Cosipa e a eventual aquisição do controle acionário da Acesita. Se tais fatos ocorrerem, obviamente, ganhos de escala muito expressivos poderão ser obtidos, além de outros.

DEMONSTRATIVOS DE RESULTADOS

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS	1996	%	1997	%	1998	%	1999	%
RECEITA BRUTA	2.027.034	100,0	2.116.223	100,0	2.003.394	100,0	2.042.744	100,0
(-)impostos	424.374	20,9	443.047	20,9	419.425	20,9	427.664	20,9
RECEITA LIQUIDA	1.602.659	79,1	1.673.176	79,1	1.583.969	79,1	1.615.080	79,1
(-)custo de produtos	1.181.997	58,3	1.170.148	55,3	1.075.521	53,7	1.079.132	52,8
LUCRO BRUTO	420.662	20,8	503.028	23,8	508.447	25,4	535.951	26,2
(-)despesas operacionais	172.654	8,5	172.671	8,2	167.720	8,4	163.972	8,0
LUCRO OPERACIONAL	248.008	12,2	330.357	15,6	340.728	17,0	371.979	18,2
(-)despesas financeiras	135.936	6,7	126.048	6,0	130.166	6,5	162.378	7,9
(+)receitas financeiras	186.730	9,2	160.128	7,6	139.913	7,0	130.912	6,4
(+)-equivalência patrimonial	70.683	3,5	53.266	2,5	14.837	0,7	15.620	0,8
(+)-resultados não operacionais	13.291	0,7	18.360	0,9	0	0,0	0	0,0
LUCRO ANTES IMP.RENDA	382.776	18,9	436.063	20,6	365.312	18,2	356.133	17,4
(-)imposto de renda	102.694	5,1	111.264	5,3	108.647	5,4	105.559	5,2
(-)participações	14.300	0,7	0	0,0	0	0,0	0	0,0
LUCRO LÍQUIDO	265.782	13,1	324.799	15,3	256.665	12,8	250.574	12,2
LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO	252.491	12,5	306.439	14,5	256.665	12,8	250.574	12,2

(*)

(*) Exclui resultado não operacional

COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL

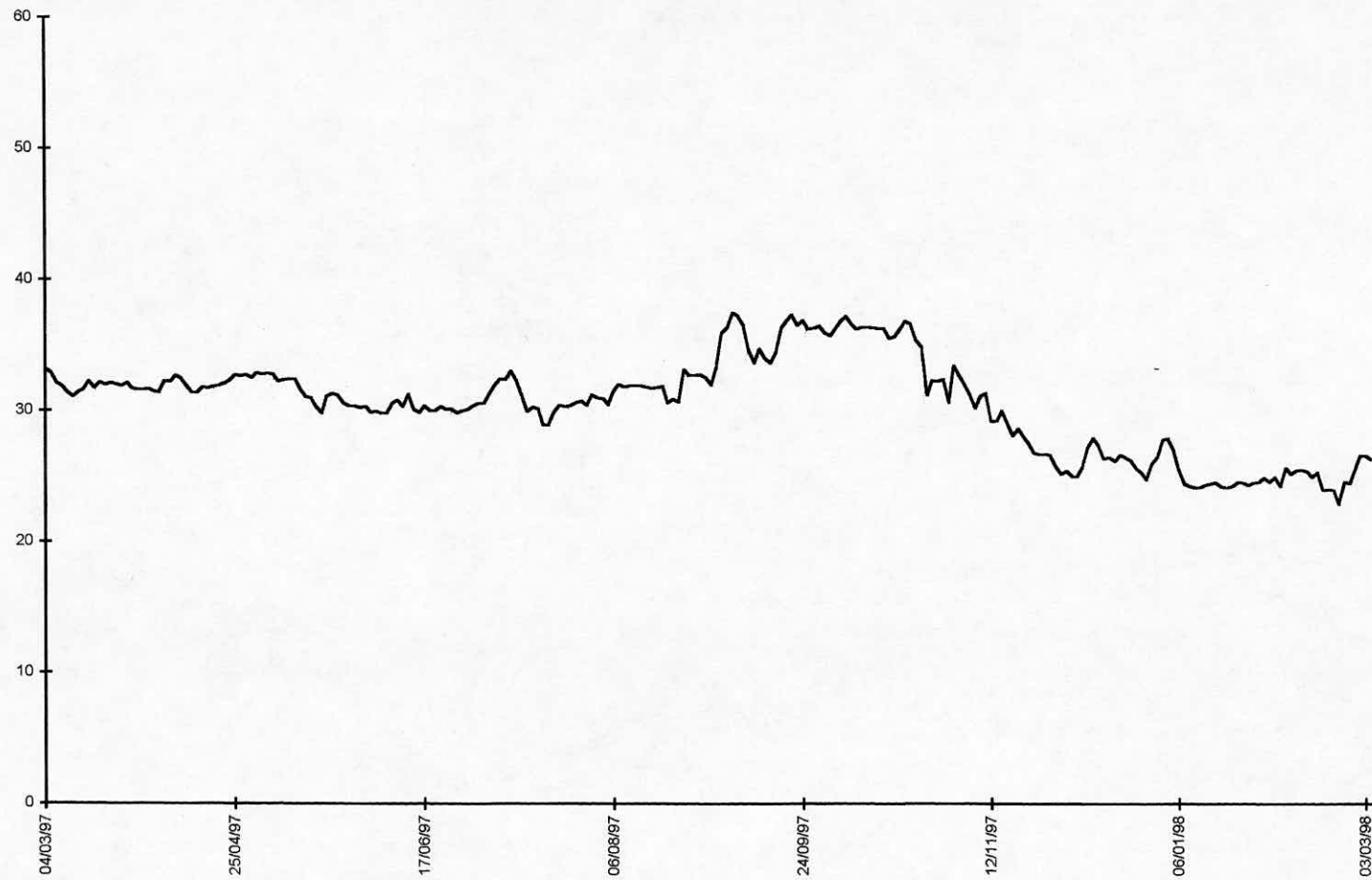
Apesar de prevista retração da rentabilidade da empresa em 1998, a CSN também atrai atrai interesse dos investidores e analistas que freqüentemente recomendam a compra de suas ações, considerando-o atrativo a longo prazo, ou seja, esperando melhoras conseqüentes da privatização. O *target-price*, obtido via FCD, é de US\$ 40,00/ação, representando um valor de 39,8% acima das cotações de mercado.

Não acredita-se que a valorização potencial de seus títulos se dê no curto prazo pois segundo expectativas teremos um primeiro semestre com resultados modestos. A principal razão é o volume maior de exportações, com margens mais baixas. As vendas externas representaram 80% do volume em 1997, tendo caído para 60% nos primeiros meses deste exercício.

Em proporção superior ao das demais siderúrgicas, a companhia será beneficiada por altas taxas de juros (momento atual do Brasil), uma vez que dispõe de aproximadamente US\$ 1,5 bi em caixa.

Superada esta conjuntura adversa e uma vez maturados os investimentos em curso a empresa terá condições de obter forte crescimento de lucratividade.

Evolução da Cotação em US\$



Para início de análise é importante ressaltarmos, que estamos diante de um exercício com queda de lucratividade, em relação aos anos anteriores.

A queda de lucratividade projetada para 1998 se deve fundamentalmente à forte elevação da taxa de juros doméstica, que irá causar uma retração no setor de bens duráveis (automóveis e eletrodomésticos), grande consumidor de aços planos. Isto já vem sendo notado desde os últimos meses de 1997, forçando a empresa a redirecionar suas vendas para o mercado externo, que tem margens menores. É provável que esta seja uma situação transitória e haja recuperação no decorrer do ano. No entanto, será difícil evitar uma queda nas vendas para o mercado interno, ano contra ano. Parte desses aspectos negativos será neutralizada pelas reduções de custo que vem sendo efetuadas após a empresa ser privatizada. Houve relevante redução de pessoal em 1997, cujos reflexos se darão em 1998, houve a instalação do PCI (injeção de finos de carvão), durante o terceiro trimestre, que também reduzirá custos em 1998 e, finalmente, a privatização das ferrovias, que irá reduzir significativamente os custos com transporte.

De 1999 em diante, no entanto, o que se espera é que a empresa irá retomar uma trajetória de crescimento, em função da própria recuperação da economia, mas

principalmente devido ao programa de investimentos em curso. Quanto a este último ponto, os aspectos principais são:

1. PCI (pulverized coal injection): este novo equipamento foi instalado durante o 3º trim/97 e deverá representar, em um ano inteiro, US\$ 30 milhões de economia de custos. Parte deste efeito, portanto, já foi refletido em 1997 e o restante será sentido no decorrer deste ano.

2. Lingotamento contínuo 4: previsto para inauguração no 3º trim/98, deverá trazer uma economia de US\$ 20 milhões/ano, quando à plena carga.

3. Usina termoeletrica: prevista para iniciar operações em 2001, deverá trazer uma economia nos gastos com energia elétrica de US\$ 30 milhões/ano.

4. Itá: hidrelétrica, na qual a CSN tem 30% do capital deverá iniciar operações em 2001. A energia assegurada para a CSN corresponde a 50% de seu consumo atual, da ordem de 400 MW. A economia de custos prevista é da ordem de US\$ 20 milhões/ano.

5. Privatização de portos e ferrovias: a privatização desta infraestrutura de transporte deverá trazer também importantes reduções

de custos. Estima-se cerca de US\$ 38 milhões anuais, divididos entre 1998 e 1999.

6. Melhoria de mix: a capacidade de produção de laminados galvanizados deverá ser elevada de 720 para 1.200 mil ton/ano, o que deverá trazer significativo *up-grade* no mix de comercialização, uma vez que é o segundo produto mais nobre fabricado pela companhia. Isto está previsto para 2.000.

A combinação de redução de custos, aumento de capacidade e melhoria de mix deverá melhorar ainda mais as margens da empresa, tornando-a extremamente competitiva e rentável. Ressalte-se que existem diversos outros projetos em andamento (fábrica de latas, mini-mill no Ceará, etc.) que não foram consideradas por falta de dados.

Entretanto, deve-se ressaltar novamente que estamos diante de um exercício com queda de lucratividade, em relação aos anos anteriores. Talvez isto poderá, no curto prazo, inibir uma melhora financeira em seus balanços e, por essa razão, trata-se de uma possibilidade de longo prazo. As premissas e os cálculos referentes ao FCD estão nas tabelas abaixo:

TAXA DE DESCONTO	%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	17,30
CUSTO DA DÍVIDA	7,00
TAXA DE DESCONTO (WACC)	13,43
Perpet. - último ano projetado	2002
Tax.cresc.fluxo caix.na perpet.	2,00

DADOS DE MERCADO	%
quantidade de ações	75.226,36
cotação em 02/98-US\$	28,61
Market value (US\$ MM)	2.152,2
Fair value	3002,7
Up-side	39,8

Valor presente dos fluxos	US\$ MM
1997	152,0
1998	325,6
1999	258,3
2000	217,1
2001	277,5
2002	240,4
perpetuidade	2.103,8
Somatório	3.574,7
(-) Dívida líquida	(897,5)
(+) Ativos não operacionais	325,5
(=) Fair value	3.002,7

Alternativamente ao FCD, também pode-se fazer uma comparação à outras empresas do setor através do P/L, onde ficará demonstrada a atratividade do investimento a partir de 1999, coincidindo com a perspectiva de grande alavancagem de lucros que temos para aquele exercício.

P/L's

Empresa	1998	1999
Belgo	4,1	3,5
Met.Gerdau	4,7	3,9
Tubarão	6,8	6,3
Usiminas	6,6	6,8
CSN	6,7	4,8
Gerdau S.A.	7,1	5,7

Com relação ao múltiplo P/L observa-se que a CSN sai do 4º lugar em atratividade para 1998 para o 3º posto em 1999. Sempre é importante ressaltar, em termos de P/L, que a CSN ainda tem a maior taxa de depreciação do setor e, por isso, seu lucro contábil é muito inferior à sua geração de caixa.

EMPRESA

Nos últimos anos a CSN conseguiu ultrapassar a Usiminas (considerada a *benchmarking* do setor) em termos de rentabilidade e lucratividade, já sendo há longo tempo a maior. Os números abaixo ilustram este fato:

Faturamento bruto

Empresa (US\$ MM)	1994	1995	1996
CSN	2.664	2.352	2.552
Usiminas	2.275	1.907	2.027
Cosipa	1.596	1.346	1.505
CST	947	864	891
Acesita	869	810	683
TOTAL	8.352	7.280	7.658

Margem bruta

Empresa	1994	1995	1996
CSN	12,3	16,7	21,0
Usiminas	25,7	24,9	20,8
Cosipa	12,5	11,1	7,7
CST	17,4	26,5	17,1
Acesita	21,4	14,6	9,3
TOTAL	17,8	18,8	15,2

Lucro líquido

Empresa	1994	1995	1996
CSN	153,8	121,1	269,8
Usiminas	343,7	332,3	265,8
Cosipa	47,4	64,4	(246,5)
CST	240,3	202,9	113,1
Acesita	78,8	31,2	2,8
TOTAL	864,0	751,9	404,9

Esta evolução positiva nos números da CSN decorre de algumas vantagens comparativas que esta possui. É a maior do setor, com capacidade de produção de 4.600 mil ton/ano de produtos acabados, enquanto a Usiminas possui 4.200 mil ton/ano. É monopolista na produção de folha de flandres, justamente o mais nobre e mais rentável produto da família de aços planos comuns. Estes aspectos não resultavam em lucros expressivos nos primeiros anos pós-privatização porque, ao contrário da Usiminas, o passado estatal deixou bastante seqüelas na CSN. Na medida que foi se executando o projeto de reestruturação, houve forte redução de custos e melhorias de mix que permitiram o grande salto de lucratividade observado nos números. Outro aspecto não desprezível é a redução dos níveis de depreciação que a empresa promoveu, os quais eram excessivamente elevados.

Entretanto, deve-se ressaltar que, mesmo a nível de geração operacional de caixa as melhorias são dignas de nota, como se vê abaixo:

EBITDA (US\$ MM)	1994	1995	1996
CSN	568	625	597
Usiminas	507	464	418

Apesar das melhoras, é principalmente pelo fato da interrupção no crescimento da empresa que se é esperado de 9,2% nos lucros da empresa, o que seria ainda pior se não fossem outros aspectos positivos que irão impactar os resultados. De fato, existem pontos a considerar que irão neutralizar parcialmente a conjuntura desfavorável. Houve importante redução de efetivo em 1997, que irá impactar em 1997 (efeito estimado da ordem de US\$ 26 milhões), a privatização das ferrovias já deverá trazer economia de custos, a instalação do PCI no final de 1997, cujos efeitos não foram plenos no ano passado e o próprio crescimento do lucro da Light, do qual a CSN tem 7,25% do capital. Quanto à participação na Vale, através da CSN Steel, ainda terá uma contribuição negativa no curto prazo, segundo nossos cálculos. Os juros da dívida contraída para aquisição da Vale (US\$ 786 milhões) ainda serão superiores à equivalência patrimonial desta coligada.

No entanto seria importante destacar novamente a forte alavancagem nos lucros da empresa que está prevista para daqui em diante. Acredita-se que o plano estratégico da empresa, no qual se incluem investimentos em siderurgia e participação em empreendimentos ligados (fornecedores ou clientes de aço) permitirão

expressivo crescimento de resultados e tornarão a empresa ainda mais competitiva. Os principais pontos a destacar são:

1. PCI (pulverized coal injection): este novo equipamento foi instalado durante o 3o trim/97 e deverá representar, em um ano inteiro, US\$ 30 milhões de economia de custos. Parte deste efeito, portanto, já foi refletido em 1997 e o restante será sentido no decorrer deste ano.

2. Lingotamento contínuo 4: previsto para inauguração no 3o trim/98, deverá trazer uma economia de US\$ 20 milhões/ano, quando à plena carga.

3. Usina termoeletrica: prevista para iniciar operações em 2.001, deverá trazer uma economia nos gastos com energia elétrica de US\$ 30 milhões/ano.

4. Itá: hidrelétrica, na qual a CSN tem 30% do capital deverá iniciar operações em 2.001. A energia assegurada para a CSN corresponde a 50% de seu consumo atual, da ordem de 400 MW. A economia de custos prevista é da ordem de US\$ 20 milhões/ano.

5. Privatização de portos e ferrovias: a privatização desta infraestrutura de transporte deverá trazer também importantes reduções de custos. Estima-se cerca de US\$ 38 milhões anuais, divididos entre 1998 e 1999.

6. Melhoria de mix: a capacidade de produção de laminados galvanizados deverá ser elevada de 720 para 1.200 mil ton/ano, o que deverá trazer significativo *up-grade* no mix de comercialização, uma vez que é o segundo produto mais nobre fabricado pela companhia. Isto está previsto para 2000.

A combinação de redução de custos, aumento de capacidade e melhoria de mix deverá melhorar ainda mais as margens da empresa, tornando-a extremamente competitiva e rentável. Ressalte-se que existem diversos outros projetos em andamento (fábrica de latas, mini-mill no Ceará, etc.) que não foram consideradas por falta de dados.

PREMISSAS DE PROJEÇÃO

1-Indicadores Macroeconômicos:

INDICADORES	1997	1998	1999
Variação PIB	3,5	1,8	2,9
IGP-M	7,01	5,0	5,0
Variação % US\$ Final	7,47	8,1	7,4
Juro real Aplicações	17,1	17,0	14,0
US\$ médio	1,078	1,17	1,25

2 - Vendas

mil ton	1996	1997	1998	1999
merc.int.	2.931	3.213	3.124	3.255
exportações	1.197	1.246	1.246	1.160
Total	4.128	4.459	4.370	4.415

3 - Preços: Estáveis no mercado interno, caindo 5% no mercado internacional em 1998 e recuperando-se em 1999.

4 - Custos: Em queda nos próximos anos, tendo em vista o plano de investimentos em andamento

5 - Financeiro: Apesar dos investimentos previstos, nossos cálculos indicam que a empresa terá superávits de caixa nos próximos exercícios.

6 - Imposto de Renda: Provisionado conforme legislação.

PROJEÇÕES

BALANÇO PATRIMONIAL (US\$ mil)	1996	%	1997	%	1998	%	1999	%
ATIVO	6.234.048	100,0	6.815.881	100,0	6.250.925	100,0	6.319.393	100,0
REALIZÁVEL	2.243.108	36,0	2.820.486	41,4	2.629.229	42,1	2.963.975	46,9
Caixa/aplic.c.p.	656.850	10,5	1.429.619	21,0	1.322.497	21,2	1.693.422	26,8
Clientes	283.048	4,5	306.791	4,5	294.986	4,7	297.889	4,7
Estoques	518.126	8,3	387.110	5,7	354.486	5,7	335.399	5,3
Outros	785.084	12,6	696.966	10,2	657.260	10,5	637.265	10,1
PERMANENTE	3.990.940	64,0	3.995.395	58,6	3.621.695	57,9	3.355.418	53,1
imobilizado	3.212.913	51,5	2.976.071	43,7	2.758.826	44,1	2.589.258	41,0
diferido	407.431	6,5	521.443	7,7	482.371	7,7	449.135	7,1
investimentos	370.596	5,9	497.881	7,3	380.499	6,1	317.025	5,0
PASSIVO	6.234.048	100,0	6.815.881	100,0	6.250.925	100,0	6.319.393	100,0
EXIGÍVEL	2.078.896	33,3	2.802.782	41,1	2.298.125	36,8	2.302.599	36,4
fornecedores	0	0,0	38.313	0,6	41.957	0,7	39.851	0,6
impostos	6.057	0,1	15.783	0,2	13.764	0,2	13.926	0,2
outros	246.638	4,0	288.870	4,2	272.229	4,4	257.404	4,1
IR/CS	0	0,0	49.459	0,7	98.118	1,6	166.530	2,6
dividendos	84.115	1,3	76.871	1,1	69.795	1,1	97.649	1,5
empréstimos	1.742.086	27,9	2.333.485	34,2	1.802.261	28,8	1.727.238	27,3
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	4.155.152	66,7	4.013.099	58,9	3.952.800	63,2	4.016.794	63,6
PARTIC. MINORITÁRIOS	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS	1996	%	1997	%	1998	%	1999	%
RECEITA BRUTA	2.551.773	100,0	2.690.500	100,0	2.542.287	100,0	2.572.232	100,0
(-)impostos	386.383	15,1	407.389	15,1	384.947	15,1	389.481	15,1
RECEITA LIQUIDA	2.165.390	84,9	2.283.111	84,9	2.157.340	84,9	2.182.751	84,9
(-)custo de produtos	1.628.246	63,8	1503.817	55,9	1.377.081	54,2	1.302.935	50,7
LUCRO BRUTO	537.145	21,0	779.294	29,0	780.259	30,7	879.816	34,2
(-)despesas operacionais	287.766	11,3	318.498	11,8	315.786	12,4	312.841	12,2
LUCRO OPERACIONAL	249.378	9,8	460.795	17,1	464.473	18,3	566.975	22,0
(-)despesas financeiras	218.069	8,5	306.497	11,4	320.591	12,6	242.955	9,4
(+)receitas financeiras	196.627	7,7	248.757	9,2	362.116	14,2	336.752	13,1
(+)-equivalência patrimonial	(10.345)	(0,4)	(49.244)	(1,8)	(82.962)	(3,3)	(38.599)	(1,5)
(+)-resultados não operacionais	77.737	3,0	(2.678)	(0,1)	0	0,0	0	0,0
LUCRO ANTES IMP.RENDA	295.328	11,6	351.134	13,1	423.035	16,6	622.173	24,2
(-)imposto de renda/contrib. social	25.531	1,0	(2.830)	(0,1)	101.655	4,0	172.533	6,7
(-)participações	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
LUCRO LÍQUIDO	269.797	10,6	353.964	13,2	321.380	12,6	449.640	17,5
LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO (*)	192.060	7,5	356.642	13,3	321.380	12,6	449.640	17,5

(*) Exclui resultado não operacional

Valores do quadro em US\$ mil

FLUXO DE CAIXA US\$ MILHÕES	1997	1998	1999
-EBITDA	767.875	747.764	831.022
(-) IR/PART.	(2.830)	101.655	172.533
(-)VAR.CAP.GIRO	(281.427)	(12.453)	40.846
(-)INVESTIMENTOS	324.743	289.252	285.305
(=)FREE CASH FLOW	727.389	369.310	332.338
(-)DESP.FINANC.	306.497	320.591	242.955
(+)REC.FINANC.	248.757	362.116	336.752
(=)FREE CASH FLOW TO EQUITY	669.649	410.834	426.135
(-)DIVIDENDOS	84.115	76.871	69.795
(+)SUBSCRIÇÃO	0	0	0
(+)-OUTROS FLUXOS	(404.164)	90.139	89.608
(=)VAR. TESOURARIA	181.370	424.102	445.948
DISTRIB. LÍQ. ACIONISTA	84.115	76.871	69.795

COSIPA

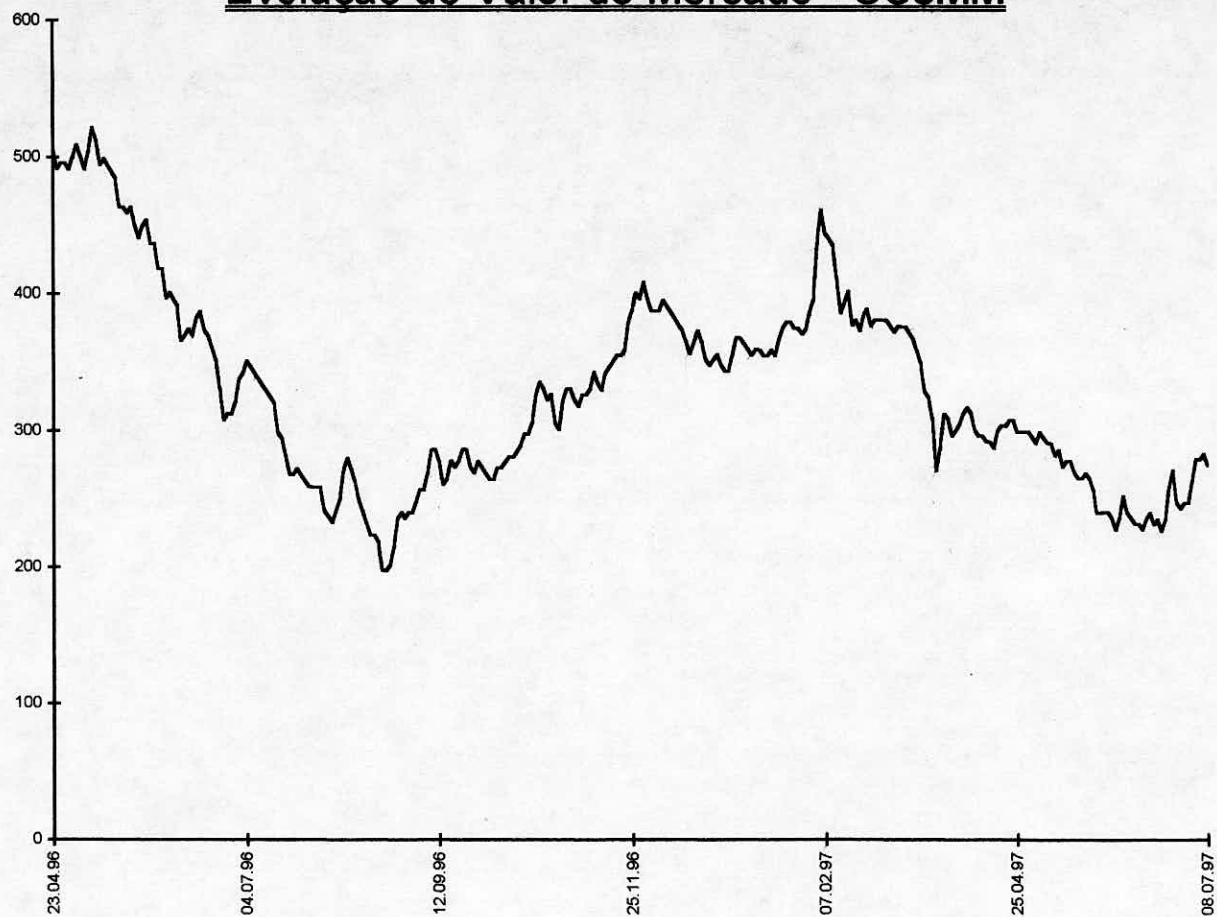
Ao contrário das outras duas empresas a Cosipa não tem tem despertado grandes interesses aos investidores. A principal razão disso é a sobre-valorização de seus títulos no mercado: consequência de uma expectativa de melhora aquém daquela que realmente aconteceu.

As projeções para os próximos três anos mostram prejuízos contábeis elevados, embora decrescentes, e uma gradual recuperação das margens operacionais. Para isto, no entanto, serão necessários pesados investimentos (US\$ 391 milhões somente em

1996), que terão que ser financiados. Por mais eficiente que seja a atual gestão em obter recursos com custos baixos, o estoque da dívida, já elevado, subirá ainda mais.

Assim, a melhoria operacional será acompanhada de elevação das despesas financeiras, comprometendo o resultado final. Provavelmente apenas a longo prazo, será possível a obtenção de desempenho mais satisfatório.

Evolução do Valor de Mercado - US\$MM



- N° de ações: 435,3 milhões
- Market value atual: US\$ 274,3 milhões
- Cotação em 02/98: US\$ 0,63/1000

US\$ milhões	Lucro Líquido	Geração op. Caixa	Índice P/L	Vendas Líquidas	Endivid. Líquido	PAY OUT	Rentab.s/ Pat.Liq.%	Patrim. Líquido	MM V	mM V
1994	47,4	140,5	5,8	1.302,1	1.304,2	0,0	3,5	2.007,1	1.468	559
1995	64,4	197,9	4,3	1.100,4	1.413,0	0,0	3,2	1.995,2	1.252	450
1996	(246,5)	140,7	neg.	1.204,4	1.847,0	-	(12,4)	1.681,8	710	197
1997(p)	(169,0)	231,3	neg.	1.232,4	2.123,1	-	(10,0)	1.439,1	461	227
1998(p)	(94,0)	330,9	neg.	1.288,5	2.207,6	-	(6,6)	1.261,9	-	-
1999(p)	(77,5)	433,3	neg.	1.356,0	2.196,8	-	(6,1)	1.110,5	-	-

- (p) previsão
- Ger. Op. Caixa= lucro operacional + depreciação
- MMV= Maior Market Value
- mMV= Menor Market Value

A avaliação foi baseada em fluxo de caixa descontado (FCD) , uma vez que a abordagem por P/L e P/GCL não é possível neste caso, sendo que a correção monetária das demonstrações financeiras foi abolida, em se tratando de uma empresa com grande desequilíbrio financeiro, e por consequência considera-se que o lucro contábil não mais refletirá a realidade. Para os próximos três anos a projeção é de prejuízos, de forma que o P/L médio descontado seria negativo. Com base no FCD chega-se a um valor da atividade (VA) da ordem de US\$ 1.555 milhões para a empresa, o que deduzido de sua dívida líquida (US\$ 1.373 milhões em 30/06/96) propicia um valor econômico de US\$ 182 milhões, 33,6% inferior ao valor atual de mercado.

Valor da atividade (VA)	=	US\$ 1.555 milhões
(-) Dívida líquida	=	US\$ 1.373 milhões
(=) Valor líquido	=	US\$ 182 milhões

As principais premissas usadas em nosso FCD, foram:

TAXA DE DESCONTO

taxa sem risco	=	4,4
risco Brasil	=	6,0
prêmio renda variável	=	7,0
beta	=	0,84

% capital próprio	=	55,0
% capital terceiros	=	45,0
taxa de desconto	=	14,36

FLUXO DE CAIXA LIVRE (US\$ MM)

1996	=	(113,2)
1997	=	46,5
1998	=	147,1
1999	=	174,9
2000	=	221,4
perpetuidade	=	335,3

A companhia possui atualmente o maior desconto no mercado, se avaliada pelo indicador market-value sobre capacidade de produção, mas tal fato é plenamente justificado devido a seus indicadores de rentabilidade, comparados a outras empresas do setor.

Para a solução de seus problemas operacionais a empresa está executando um projeto de investimentos de US\$ 691 milhões de 96 para cá. Somente neste foram investidos US\$ 395 milhões. Os pontos centrais desse plano são os seguintes:

- afastar definitivamente os riscos de paralisação de produção que hoje afetam a empresa. Como os equipamentos não tinham adequada manutenção na época estatal, atualmente não conseguem operar com

a regularidade necessária. Frequentemente ocorrem "quebras", que reduzem a produtividade.

- melhoria do mix, com a introdução de produtos com maior valor agregado, visando o atendimento dos maiores filões do setor, que são a indústria automobilística e o setor de eletrodomésticos linha branca. A capacidade de produção de laminados a frio, o de maior valor dentro do mix da Cosipa, está sendo ampliado em 11 %. É provável que haja uma ampliação também da linha de laminados a quente, mas a companhia não forneceu dados sobre este aspecto.
- redução do custo de produção, decorrente não somente na melhoria de operacionalidade dos equipamentos, como também devido à introdução do sistema de injeção de finos de carvão, que possibilita diminuição do consumo de coque. A economia neste último item é da ordem de US\$ 8,00/ton.

Some-se a estas melhorias a possibilidade de começo de operação do porto privativo da empresa para operar cargas de terceiros. A receita, estimada pela empresa, é da ordem de US\$ 50 milhões, a serem faturados já em 1997.

Todos estes fatos, sem dúvida, irão melhorar substancialmente a performance operacional da empresa, mas o grande problema é que implicarão também em ampliação do já elevado endividamento. Principalmente por esta razão, não acredita-se que a Cosipa consiga ter uma boa performance no curto e médio prazo.

ASPECTOS OPERACIONAIS

BACKGROUND

Está entre as maiores siderúrgicas do país com capacidade nominal para 3,9 milhões t/ano de aço líquido. Não vem conseguindo, no entanto, operar à plena carga, não somente por problemas mercadológicos, mas também por razões técnicas. Nos anos de gestão estatal, houve deterioração dos equipamentos por falta de manutenção, o que reduziu sua capacidade efetiva de produção. Esse problema será corrigido nos próximos dois anos, através dos investimentos que estão programados.

É uma siderúrgica integrada a coque, tendo como produtos finais chapas grossas e laminados a quente e a frio.

CONTROLADAS/COLIGADAS

O único investimento relevante refere-se à Cosipa Overseas, responsável por todas as operações internacionais do Grupo, tais como exportações, importações de carvão, etc.

COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

Em 20 de agosto de 1993 a Cosipa foi privatizada, assumindo o controle acionário um *pool* formado pela Usiminas, com 49,8% das ações ordinárias, o Banco Bozano Simonsen com 12,4%, o Clube de Investimentos dos Empregados da Cosipa

(CIEC) com 14,5% e a Fundação Cosipa de Seguridade Social (FEMCO) com 5,2%. O restante das ordinárias pertence a diversos outros acionistas.

Das ações preferenciais, 80,3% estão no mercado, 14,5% pertencem à CIEC e 5,2% à FEMCO. O Capital Social é composto por 435.309.747 mil ações, sendo 145.103.259 ordinárias e 290.206.488 preferenciais.

CUSTOS DE PRODUÇÃO

Os itens mais importantes são o carvão mineral importado, minério de ferro, mão-de-obra, energia elétrica e ferro-ligas.

Suas vantagens comparativas principais, em termos de custos, são a proximidade com o maior centro consumidor (São Paulo) e o fato de contar com porto próprio. Este último ponto representa menores custos portuários tanto para importações de matéria-prima (carvão mineral) como para exportação de produtos finais. Representa ainda a possibilidade de prestação de serviços para terceiros, constituindo-se em fonte adicional de receitas. Esta última vantagem, entretanto, não foi ainda incorporada aos resultados da companhia pois não tinha sido obtida, até agora, autorização para operar o terminal próprio. O efeito total é da ordem de US\$ 50 milhões/ano, contemplado em nossas projeções para 1997.

Com relação à mão-de-obra, a empresa trabalhava com número excessivo de funcionários na época de estatal, mas, de imediato, fez-se um corte de 14 % na folha e o número de

funcionários vem se reduzindo continuamente desde então. Em 1995 houve uma redução de 7,8% no número de empregados, como resultado do Programa de Incentivo à Aposentadoria. O indicador ton/hom/ano evoluiu, no mesmo período de 362,2 para 407, um incremento de 12,4%.

Outro aspecto importante é a questão do lingotamento contínuo. A companhia tem uma capacidade nominal de produzir somente 30% de suas placas por este processo. Entretanto, graças às melhorias que vem sendo introduzidas nos equipamentos, já se conseguiu chegar a 59% no segundo trimestre/96 .

A situação de custos da companhia ainda exige outros ajustes, principalmente em termos de equipamentos, mas há um potencial para que ela se torne bastante competitiva dentro de três a quatro anos, uma vez completado o programa de investimentos.

TECNOLOGIA

Da atual capacidade nominal de produção (3,9 milhões t/ano), cerca de 60% foi implantada até 1978 e o restante durante a década de 80.

A situação deficitária do antigo controlador (Siderbrás) e da própria Cosipa impediu a realização de investimentos essenciais para a atualização tecnológica da empresa, gerando considerável atraso frente aos avanços ocorridos na siderurgia mundial. Este fato, comum entre quase todas as siderúrgicas de aços planos nacionais (ex-estatais) foi agravado, no caso específico da Cosipa,

pelas sucessivas gerências "políticas" que teve. A descontinuidade administrativa que a empresa sofreu impediu até mesmo que houvessem os cuidados mínimos referentes à manutenção dos equipamentos. Dessa forma, a empresa é atualmente não apenas obsoleta em alguns processos industriais, mas tem máquinas que precisam de reparos para atingir padrões básicos de operacionalidade. Os investimentos necessários para isso vem sendo realizados, mas não se obteve ainda plena confiabilidade quanto ao ritmo possível de operação, sem risco de quebras. Em alguns períodos consegue-se trabalhar à plena carga. Em outros ocorrem panes que impedem a operação dentro da normalidade. Confiabilidade plena quanto à produção de aço líquido só será possível após todas as reformas em andamento.

Quanto aos investimentos para atualização tecnológica propriamente dita há uma necessidade de gastos na faixa de US\$ 401 milhões nos próximos três anos, sem contar outros investimentos necessários de US\$ 290 milhões (controle ambiental, reformas, manutenção, etc..).

ASPECTOS MERCADOLÓGICOS

No mercado doméstico a Cosipa atende grande variedade de setores, mantendo seu faturamento em estreita correlação com o PIB industrial. A grande diferença em relação à Controladora Usiminas é que seu mix de vendas é muito inferior ao desta. Além de não produzir chapas zincadas, dentro da família de

produtos em que atua, só produz tipos *standard*. Sua participação no mercado, em termos de tonelagem, é a seguinte:

Market Share

produtos(%)	1994	1995
chapas grossas	24,3	24,8
lamin. quente	33,0	30,3
lamin. frio	27,8	30,7

Tanto a Cosipa quanto a CSN estão realizando pesados investimentos para disputar no futuro o nicho mais nobre do mercado de planos comuns, que são os segmentos automobilístico e de eletrodomésticos linha branca, para onde são direcionados os tipos de aços mais nobres produzidos por essas empresas e que é amplamente dominado pela Usiminas atualmente. A longo prazo, portanto, a concorrência tende a crescer acentuadamente, especialmente considerando-se que a CSN também tenciona ganhar share neste mercado e está realizando pesados investimentos para isso. Entretanto, se o setor automobilístico crescer como se espera a demanda tende a se ampliar na mesma proporção dos acréscimos de oferta previsto.

Composição do Faturamento

Mercados	1993	1994	1995
Interno	67,8	65,5	67,8
Externo	32,2	34,5	32,2
Total	100,0	100,0	100,0

Vendas Físicas

Mercado/Produto	1993	1994	1995
placas	59	316	241
chapas grossas	750	863	827
laminados a quente	971	1.118	969
laminados a frio	1.148	781	794
Total	2.928	3.078	2.831

ASPECTOS FINANCEIROS

US\$ mil	1992	%	1993	%	1994	%	1995	%
Tit.Descont.	-	-	-	-	-	-	-	-
Emp.C./Prazo	-	-	-	-	-	-	784.029	38,2
Emp.L./Prazo	245.523	49,6	324.526	65,4	480.177	64,0	790.145	38,5
Total Rec.On.	245.523	49,6	324.526	65,4	480.177	64,0	1.574.174	76,7
Fornecedores	1128.557	228,2	1.567.729	316,0	2.083.402	277,8	160.832	7,8
Outros Débitos	886.583	179,3	982.616	198,1	1.563.168	208,4	78.010	3,8
Rec.n.Oner.	2.015.140	407,5	2.550.345	514,1	3.646.570	486,2	238.843	11,6
Total Rec. Terc.	2.260.663	457,1	2.874.871	579,5	4.126.747	550,2	1.813.017	88,3
Patrim.Liquido	494.539	100,0	496.058	100,0	750.013	100,0	2.052.415	100,0
Disponibilid.	25.986	5,3	35.112	7,1	144.421	19,3	120.661	5,9
Contas a Rec.	116.964	23,7	139.585	28,1	184.904	24,7	366.555	17,9
Estoques	252.992	51,2	192.421	38,8	278.775	37,2	349.269	17,0

Apesar dos esforços que vêm sendo empreendidos, sua situação financeira ainda não é confortável.

Os níveis de endividamento oneroso são muito elevados, se comparados ao patrimônio líquido ou mesmo ao seu faturamento (em torno de US\$ 1 bi anuais). O custo do endividamento não é alto, pois cerca de 80% referem-se a impostos atrasados, pendências judiciais, trabalhistas, etc., mas, como já dito, o volume é muito elevado em relação ao porte da companhia. Além disso, as margens que a empresa vem trabalhando são muito estreitas, de forma que as despesas financeiras deverão continuar absorvendo parte substancial de sua geração de caixa.

Além disso, a companhia necessita de investimentos pesados, que, embora fundamentais, serão financiados na maior parte com recursos de terceiros, atrasando o processo de retomada dos níveis adequados de rentabilidade. Achamos que

somente após a realização de todos os investimentos (e sua maturação) será possível reduzir o estoque da dívida para um patamar mais baixo. No curto e médio prazos é improvável que isto ocorra.

FLUXO DE CAIXA			
US\$ MIL	1993	1994	1995
GER. OPER. CAIXA	(55.585)	140.521	214.336
(-) I.R. /partic.	-	-	-
(-) investimentos	27.579	32.145	95.957
(-) var. cap. giro	416.551	133.845	326.943
(=) FLUXO CAIXA LIVRE	(499.715)	-25.469	(208.565)
(-) Desp. fin. líquidas	94.931	(10.224)	345.009
(-) Dividendos	(2.479)	481	(7.784)
(-) Subscrição	874.916	-	-
(-) Fluxos ñ. operac.	(177.276)	(448.263)	319.572
(=) FLUXO DE CX. LÍQ.	105.473	(463.989)	(226.217)

Do quadro acima (fluxo de caixa) pode-se destacar os seguintes aspectos:

1. A incapacidade da empresa gerar caixa operacional até 1993.
2. O substancial aporte de capital (US\$ 875 milhões) do antigo controlador Siderbrás em 1993, no intuito de sanear a companhia e prepará-la para a privatização.
3. O baixíssimo nível de investimentos, inferior à própria depreciação, na faixa de US\$ 140 milhões/ano.

RESULTADOS 1991 - 1995

No último triênio pré-privatização (91/93) a empresa acumulou prejuízos da ordem de US\$ 800 milhões.

Em 1993, quando o prejuízo chegou a US\$ 579 milhões, além dos efeitos citados, tivemos ainda despesas não operacionais de US\$ 332 milhões. Desses itens extraordinários, a maior parte se refere a reconhecimento de dívidas com a FEMCO (Fundação Cosipa de Seguridade Social) e provisões para contingências fiscais e civis.

Segundo informações da companhia, todas as pendências existentes foram provisionadas em 1993 de modo a tornar transparentes as demonstrações financeiras deste ano em diante.

Para manter a empresa em funcionamento e saneá-la com vistas à privatização a Siderbrás realizou sucessivos aportes de capital, cujo montante chegou a US\$ 920 milhões nesses três anos. Entretanto, a maior parte desses recursos serviu, na realidade, para financiar seus prejuízos.

A privatização da empresa, ocorrida em outubro de 1993, abriu-lhe novas perspectivas, assumindo o controle um grupo empresarial (Usiminas) dispondo dos recursos, tecnologia e capacidade administrativa para promover seu saneamento.

As principais medidas tomadas, logo após a privatização foram: redução de 14% no efetivo, renegociação de todos os contratos e reestruturação de todo o endividamento, obtendo-se prazos mais longos de pagamento.

Esse conjunto de medidas teve um efeito considerável sobre a empresa, como se pôde observar nos números referentes a 1994. Expurgando-se todos os efeitos extraordinários que afetaram positivamente os dois exercícios, o prejuízo caiu de US\$ 224

milhões em 1993 para US\$ 19 milhões em 1994. A margem bruta subiu cerca de 6 pontos percentuais e a operacional 15 pontos. Os esforços empreendidos pela atual administração, no sentido de melhorar a operacionalidade dos equipamentos, deu resultado, proporcionando um acréscimo de 21,7% na produção de aço líquido. Este fato, por sua vez, permitiu um acréscimo de 23,5% no volume de vendas. Houve uma deterioração do mix pois as exportações foram fortemente incrementadas (29%), mas cumpriu-se o objetivo de ampliar o nível de ocupação da usina, diluindo custos fixos.

Em 1995 o processo de recuperação da Cosipa teve continuidade. Embora o resultado líquido (US\$ 70 milhões) ainda contenha US\$ 76 milhões de receitas extraordinárias (reversão de diversas provisões e ganhos cambiais), as margens operacionais continuaram positivas e superiores ao ano anterior.

PERSPECTIVAS

Com o fim da correção monetária das contas do balanço, empresas com perfil de grande desequilíbrio financeiro (ativo permanente muito superior ao patrimônio líquido) dificilmente conseguirão obter lucros contábeis, a não ser a longo prazo. Entretanto, espera-se não ser por muito tempo, tendo em vista a significativa e constante melhoria operacional, decorrente dos investimentos em curso.

A Privatização da Viação Aérea de São Paulo (VASP)

Além dos bons resultados obtidos com as companhias siderúrgicas podemos citar também outra história de uma organização muito bem sucedida com a privatização: a história da Nova Vasp.

Em 15 de outubro de 1990, a VASP tornou-se a primeira grande empresa estatal brasileira a ser privatizada. Depois de uma concorrência pública, o controle da companhia foi comprado pelo Grupo Canhedo, um forte grupo empresarial de Brasília, a Capital do País.

O Grupo Canhedo vem atuando no setor de transportes por mais de 30 anos, com excelente performance no transporte público urbano e distribuição de combustível para aviação . Hotéis, Companhia Aérea Regional, locadora de automóveis e gado de corte estão também entre as atividades do Grupo, que hoje, é responsável por 18 mil empregos diretos, pagando salários, num total de 180 milhões de dólares ao ano.

A privatização da Vasp foi um importante marco no desenvolvimento da aviação comercial do Brasil, porque permitiu a volta da competição na indústria do transporte aéreo, que havia sido anteriormente distorcida pela política aeronáutica brasileira, que restringia a competição entre as empresas aéreas estatais e privadas. Livre destas restrições, a VASP vem obtendo êxito em um processo de

profunda reestruturação interna e além de buscar novas posições nos mercados doméstico e internacional.

Desde a privatização, o crescimento da VASP no mercado internacional tem sido notável. Em 1990, havia só uma linha internacional em operação, ligando o Brasil a Aruba, uma pequena colônia holandesa no Caribe. Desde 1991, a VASP iniciou um programa de introdução de operações internacionais, criando linhas sucessivas para Buenos Aires, Los Angeles, Seul, Miami, New York, Bruxelas, Barcelona, Toronto, Zürich , Atenas , Casablanca, e Osaka, a partir de maio.

Em 1990, o faturamento das rotas internacionais representou 3% do faturamento total da Companhia. Em 1994, este número representou 54%. Um crescimento sem igual na história mundial da aviação comercial.

A QUESTÃO DOS PREÇOS

Uma das principais questões à serem discutidas diante dos resultados obtidos é principalmente a definição dos preços dos produtos negociados pelas empresas privatizadas, isto é, o que aconteceu com eles depois da liberação governamental. Sem esse ponto fundamental não seria possível distinguir realmente as causas de melhorias nos balanços das companhias, pois um mero lucro maior, ou aumento no faturamento poderia ser apenas um reflexo de uma política de elevação nos preços.

De acordo com dados obtidos dentro do setor siderúrgico e elétrico, isso não foi realmente o que aconteceu. Como prova temos o depoimento do ministro de Minas e Energia, Raimundo Brito, que descarta de fato essa hipótese, sendo totalmente precipitada qualquer tipo de especulação sobre o assunto.

Segundo o ministro, que abriu audiência pública para apresentar o modelo de reestruturação do setor elétrico com vistas à desestatização, os reajustes de tarifas e as privatizações serão pontos distintos:

- "O que pretendemos é oferecer ao país um serviço de qualidade a um preço justo".

Além disso, o secretário de Energia do ministério, Peter Greiner, disse que o comportamento das tarifas vai depender muito mais de critérios políticos da União e dos governos estaduais que de fatores técnicos. Segundo ele, o modelo tarifário do setor está

equilibrado e o processo de privatização não será determinante para o aumento de custos ao consumidor final.

Greiner lembrou que, além das empresas do Governo, as concessionárias estaduais também serão privatizadas. Nesse último caso, há problemas em Mato Grosso do Sul, Sergipe e Alagoas, provocados pela má gestão.

- "Implantamos o sistema de co-gestão. As empresas estão sendo saneadas para serem privatizadas".

CONCLUSÃO

Apesar das melhoras nos resultados das análises de balanços, não podemos afirmar que a melhora global dentro das empresas realmente aconteceu. O que percebemos foi uma enorme redução nos custos, inúmeros cortes de despesas desnecessárias e um remodelamento estratégico de cargos e funções dentro das companhias.

Depois de toda a pesquisa, pegamos por base algumas das principais causas de mau funcionamento das organizações ainda sob controle governamental. São eles:

- A. Interferências políticas em sua gestão e descontinuidade administrativa.
- B. Elevado endividamento, incompatível com o porte das empresas.
- C. Recessão do mercado interno, deprimindo as vendas.
- D. Excesso de pessoal e desorganização administrativa, elevando os custos de produção.
- E. Falta de investimentos em manutenção preventiva, incapacitando os equipamentos de trabalharem à plena capacidade.

F. Defasagem tecnológica, impedindo a atuação nos segmentos mais nobres de produtos, os quais requerem especificações que as empresas não eram capazes de atender.

Mesmo assim vale lembrar que, por ser ainda um processo recente e atual, resta-nos, com o intuito de comprovar a tese discutida, acompanhar o futuro e verificar se as melhorias continuarão sendo constantes e se essas já obtidas até aqui não causarão nenhum problema no decorrer da história das organizações. Por outro lado, temos uma extrema satisfação dos acionistas, o que ainda desperta muito interesse em futuros compradores de processos que ainda serão realizados, entre eles o maior que o Brasil verá: o leilão da Telebrás.

BIBLIOGRAFIA

BOECKER, P. H. Transformações na América Latina. Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1995.

KANDIR, A. Marco Modernizante. Folha de São Paulo, São Paulo, 27 de abril de 1997.

ASSIS, J. C. A Nêmesis da Privatização. Editora Mecs, Rio de Janeiro, 1997.

MATARAZZO, D. Análise Financeira de Balanços. Atlas Editora, São paulo, 1995.

www.bndes.com.br - Site acessado em 10/04/98.

O Capitalismo Social - Jornal da Tarde 06/09/96 - Serviço da Agência Estado.

www.bovespa.com.br - Site acessado em 10/04/98.

Privatização de Teles pode trazer problemas. Folha de São Paulo,
26/11/97 – Da Reportagem Local.

Neumann, D.. Privatização ajuda a conter efeitos. O Estado de São
Paulo, 15/07/97.