



Nota CEMEC 01/2020

SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

Terceiro trimestre de 2019

Janeiro de 2020

NOTA CEMEC 01/2020

Situação financeira das empresas não financeiras

3T2019

O CEMEC FIPE não se responsabiliza pelo uso dessas informações como base para decisões relacionadas com investimento ou desinvestimento ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais da FIPE. Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões. A publicação foi produzida com as informações existentes em novembro de 2019.

Dúvidas e Comentários:

cemec@fipe.org.br

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Índice

1.Amostra

2.Indicadores de situação financeira das empresas

3.Sumário e conclusões

4. Endividamento

5. Geração de caixa e capacidade de pagamento

**6. Comparação com resultados do Relatório de Estabilidade
Financeira do Bacen –Outubro de 2019**

1. Amostra

Tamanho:

1337 empresas não financeiras

244 empresas de capital aberto listadas

1.093 empresas fechadas

Pequena e Média – faturamento menor que R\$ 90 milhões

Média Grande – faturamento entre R\$ 90 e R\$ 300 milhões

Grande – faturamento acima de R\$ 300 milhões

Porte	Abertas	Fechadas	Total
Grande	193	544	737
Média Grande	27	262	289
Pequena e Média	24	287	311
Total	244	1093	1337

Para as abertas e fechadas a amostra é um painel fixo, em 2018, de companhias não financeiras, excluídas as cias holdings e aquelas com PL negativo. Para as abertas considerou-se somente as companhias com “ticker”. A fonte primária de dados é ValorPro e Maiores e Melhores da Revista Exame.

Representatividade em 2018

Fonte	Total Empresas Brasil	Amostra Abertas	Amostra Fechadas	Total Amostra	% do Total
Mercado Doméstico	2.130.413	520.658	289.126	809.784	38,0%
Mercado Internacional	1.382.290	780.582	98.561	879.143	63,6%
Total Dívida PJ	3.512.703	1.301.240	387.687	1.688.927	48,1%

Porcentagem de empresas grandes na amostra, com faturamento maior que R\$ 300 milhões

79% das empresas de capital aberto

50% das empresas fechadas

2. Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento

INDICADOR		VALOR DE REFERÊNCIA
EBITDA / DF	Capacidade de gerar recursos para pagar as despesas financeiras da dívida; relação entre o valor contábil de geração de caixa de um período com as despesas financeiras apropriadas nesse mesmo período.	EBITDA/DF > 1: geração de caixa cobre as despesas financeiras da dívida do período; EBITDA/DF < 1: geração de caixa não cobre as despesas financeiras da dívida;
DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA > 5	Indica o número de períodos anuais necessários para amortizar a dívida líquida (dívida bruta menos caixa e equivalentes de caixa mais aplicações financeiras) com a geração de caixa apropriada no período de referência.	DL/EBITDA > 5: nível de endividamento é considerado elevado; quando seriam necessários mais de 5 anos para amortizar a dívida com o EBITDA gerado no período.
EBITDA+CAIXA(T-1) / (DESPESAS FINANCEIRAS + DÍVIDA CP(T-1)) >1	Capacidade de pagar despesas financeiras e amortizações da dívida de curto prazo (menos de 12 meses de vencimento) registrada no início do período com o disponível (caixa e equivalentes de caixa mais aplicações financeiras) existente no início do período mais a geração de caixa apropriada no período.	Indicador > 1 : a soma do disponível do início do período mais geração de caixa desse período cobre as despesas financeiras e a amortização de dívida de curto prazo; Indicador < 1 : a soma do disponível do início do período mais geração de caixa desse período é inferior ao necessário para cobrir despesas financeiras e a amortização de dívida de curto prazo.

3. Sumário e conclusões

1. No nível agregado, os indicadores da situação financeira do painel de empresas abertas não financeiras do CEMEC Fipe, calculados com base na consolidação das suas demonstrações financeiras até o terceiro trimestre de 2019, mostram em geral melhoria da situação financeira em termos de endividamento e cobertura de despesas financeiras.

2. Entretanto, é notável a diferença de situação financeira dependendo do tamanho das empresas da amostra:

i. Fica evidenciado que as empresas grandes tiveram melhoria mais significativa de sua situação financeira, sendo que alguns indicadores dessa classe de tamanho já apresentam resultados comparáveis aos do período anterior à crise;

ii. Nas empresas pequenas e médias e nas médias grandes é ainda elevada a porcentagem de empresas em que a geração de caixa (EBITDA) não cobre despesas financeiras e até mesmo em que a geração de caixa é negativa.

iii. Embora não faça parte do objeto desta Nota, registra-se também que o número de micro e pequenas empresas inadimplentes continua em crescimento até agosto de 2019, atingido 5,6 milhões de empresas.

3. Enquanto os indicadores de situação financeira usados nesta Nota sinalizam uma evolução favorável das empresas grandes, informações contidas no Relatório de Estabilidade Financeira do BACEN de outubro de 2019 mostram um crescimento da porcentagem de ativos problemáticos dessa classe de empresas na carteira das instituições financeiras.

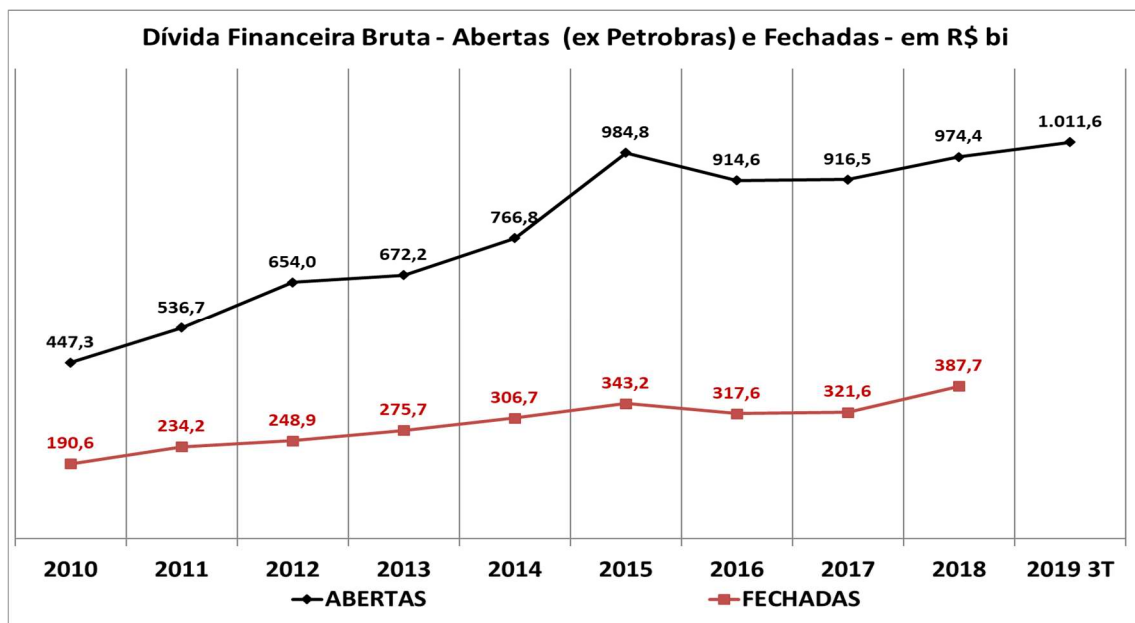
Entre as hipóteses possíveis para explicar essa diferença, destacam-se :

- a. os dados do BACEN se referem apenas aos créditos bancários de todas as empresas grandes
- b. os dados do CEMEC Fipe incluem todas as fontes de dívida (crédito bancário, mercado de capitais e recursos externos) de uma amostra de empresas grandes abertas;
- c. os indicadores de situação financeira do CEMEC Fipe não medem a inadimplência mas endividamento, geração de caixa e cobertura de despesas financeiras.

4. Endividamento

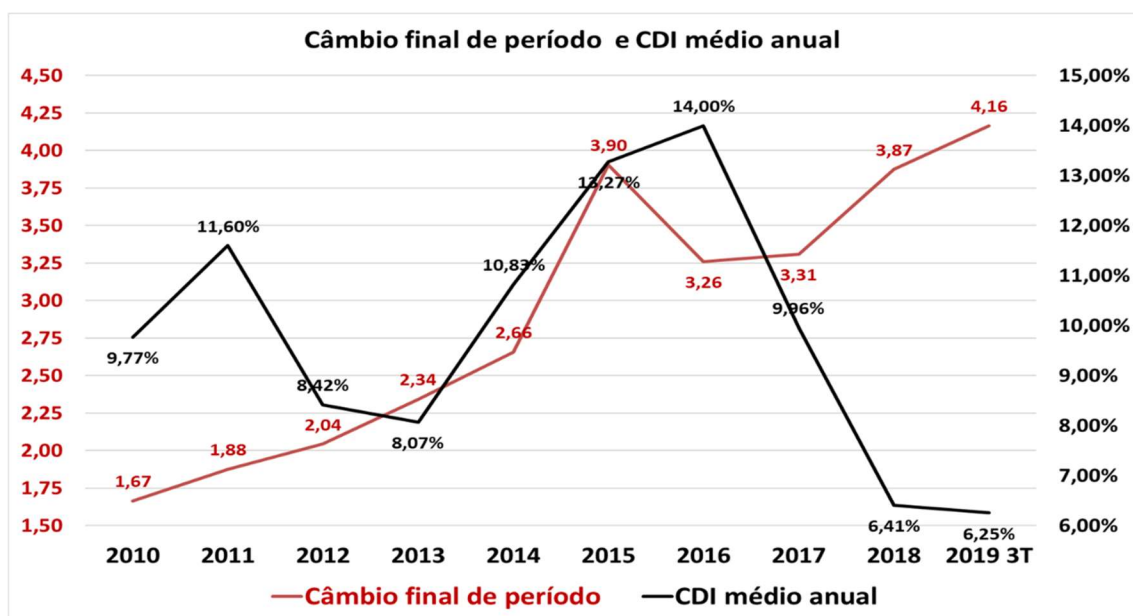
Em termos nominais a dívida bruta das empresas abertas (ex Petrobras) se mantém em elevação desde 2016, atingindo em 09/2019 R\$ 1.011,6 MM, valor 3,8% superior ao de 2018 e 2,7% superior ao observado em 2015 (R\$ 984,8), como se vê no **Gráfico 01**.

GRÁFICO 01



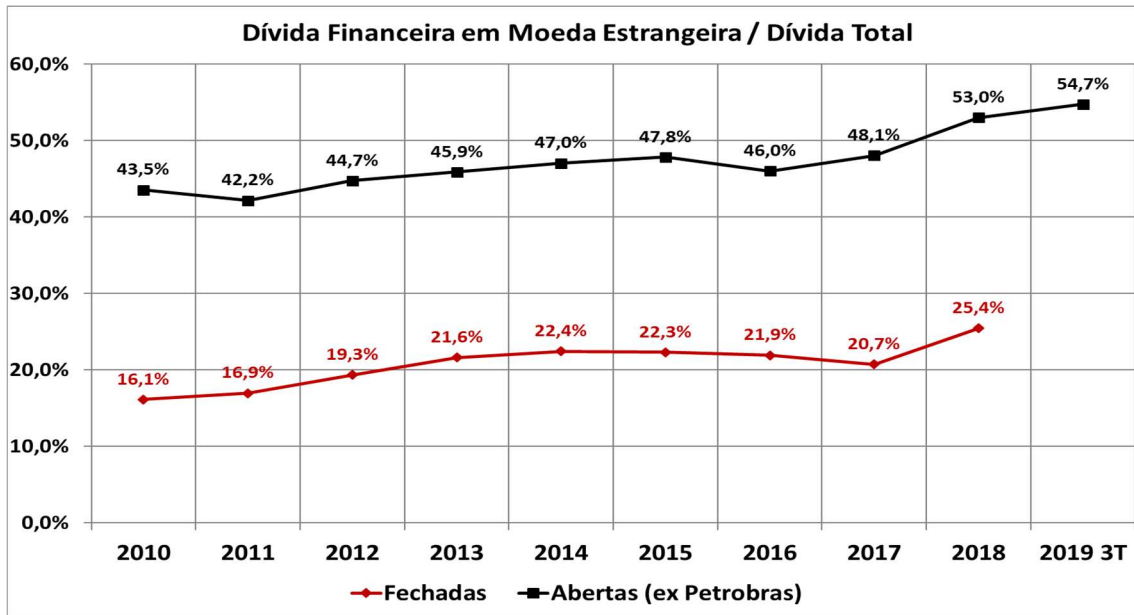
Uma análise de evolução da dívida mostra que essa pequena elevação reflete basicamente o impacto da elevação da taxa de câmbio na conversão da dívida externa para moeda nacional. De fato, a taxa de câmbio elevou-se cerca de 26% desde 2010, sendo 7,5% entre fins de 2018 e setembro de 2019 (**Gráfico 02**)

GRÁFICO 02



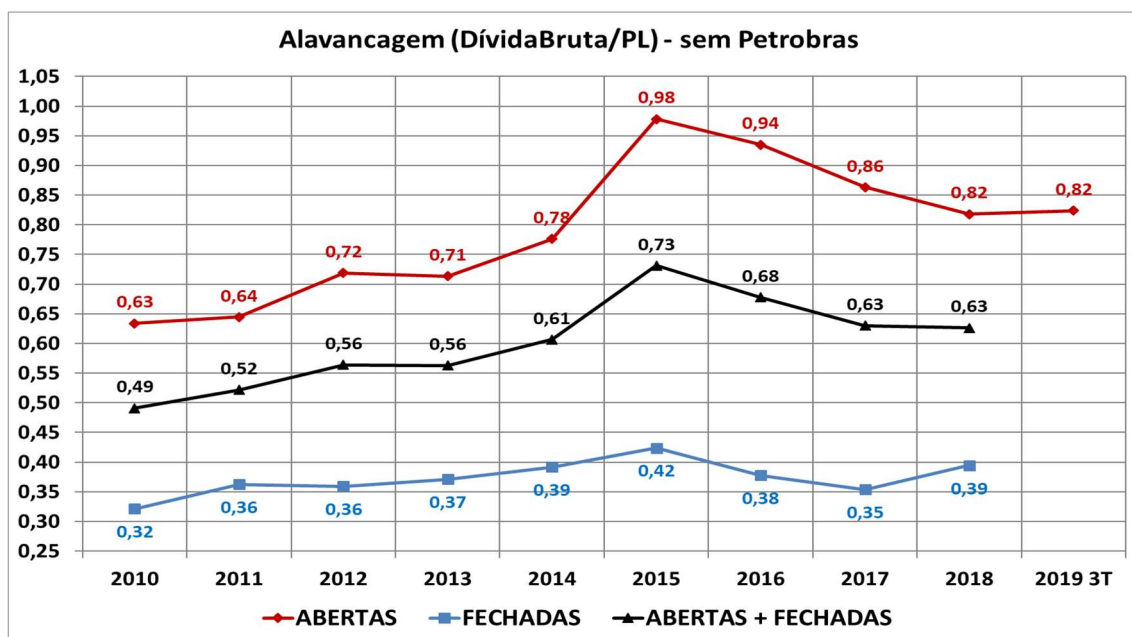
Como resultado da elevação da taxa de câmbio e queda acentuada dos principais indexadores da dívida denominada em reais, ocorre um aumento de participação da dívida externa no exigível das empresas abertas. No **Gráfico 03** verifica-se que a porcentagem da dívida externa no exigível financeiro das empresas da amostra se eleva de 48,1%p para 54,7% no período de 2017 a setembro de 2019.

GRÁFICO 03



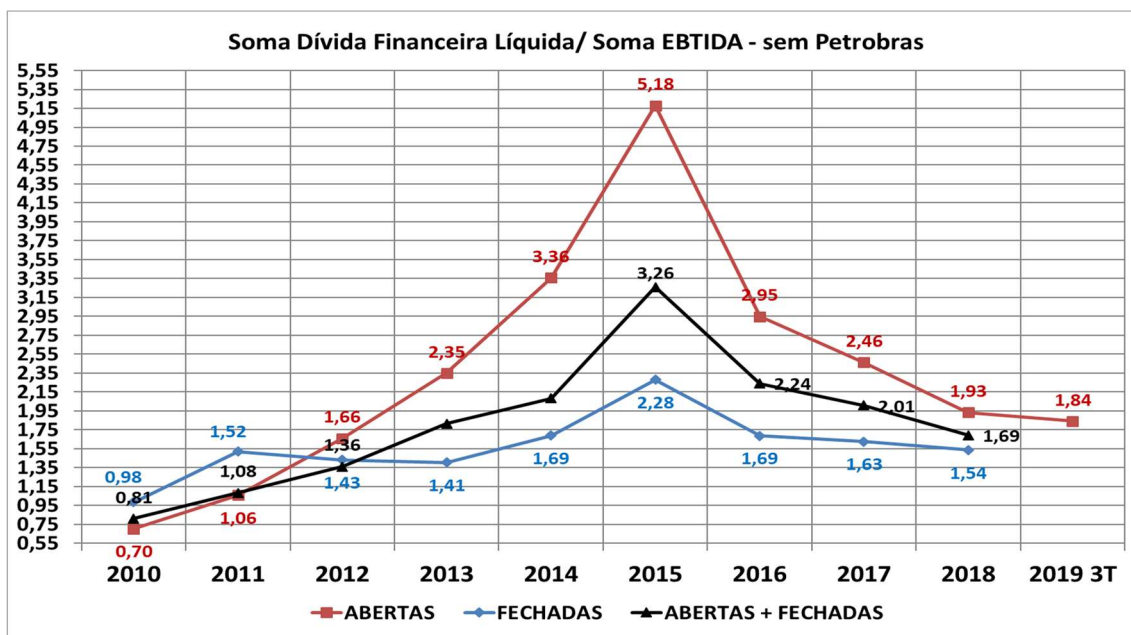
Em 09/2019 o índice de alavancagem em relação ao capital próprio é de 0,82 , no mesmo nível de 2018, depois de ter apresentado considerável queda em relação ao pico de 2015, como se vê no **Gráfico 04**. Trata-se ainda de nível consideravelmente acima do observado no período anterior à crise, mas numa condição em que as taxas de juros dos recursos captados no mercado doméstico e especialmente no mercado de dívida corporativa são agora muito mais baixas.

GRÁFICO 04



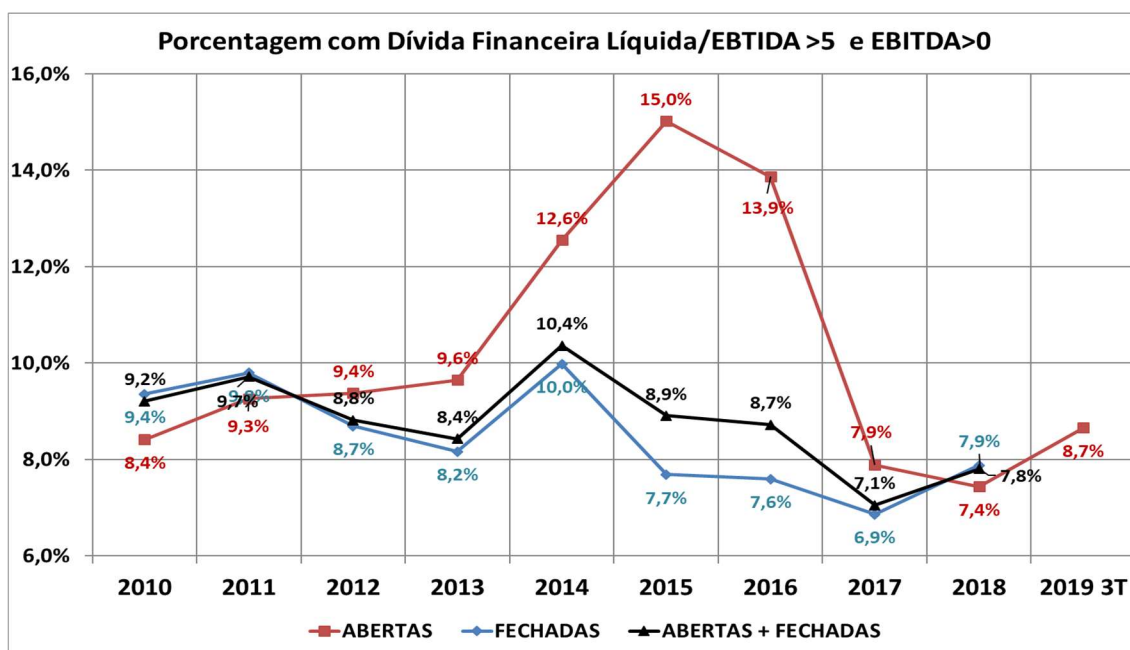
O significativo crescimento da geração de caixa das empresas (EBITDA) combinado com o modesto crescimento da dívida faz com que a alavancagem medida pela relação entre dívida financeira líquida de disponibilidades e geração de caixa (EBITDA) apresente acentuada queda desde 2015. No período de 12 meses até o terceiro trimestre de 2019 esse indicador ainda está em queda, para valor mais próximo do observado antes da crise, entre 2012 e 2013 (**Gráfico 05**).

GRÁFICO 05



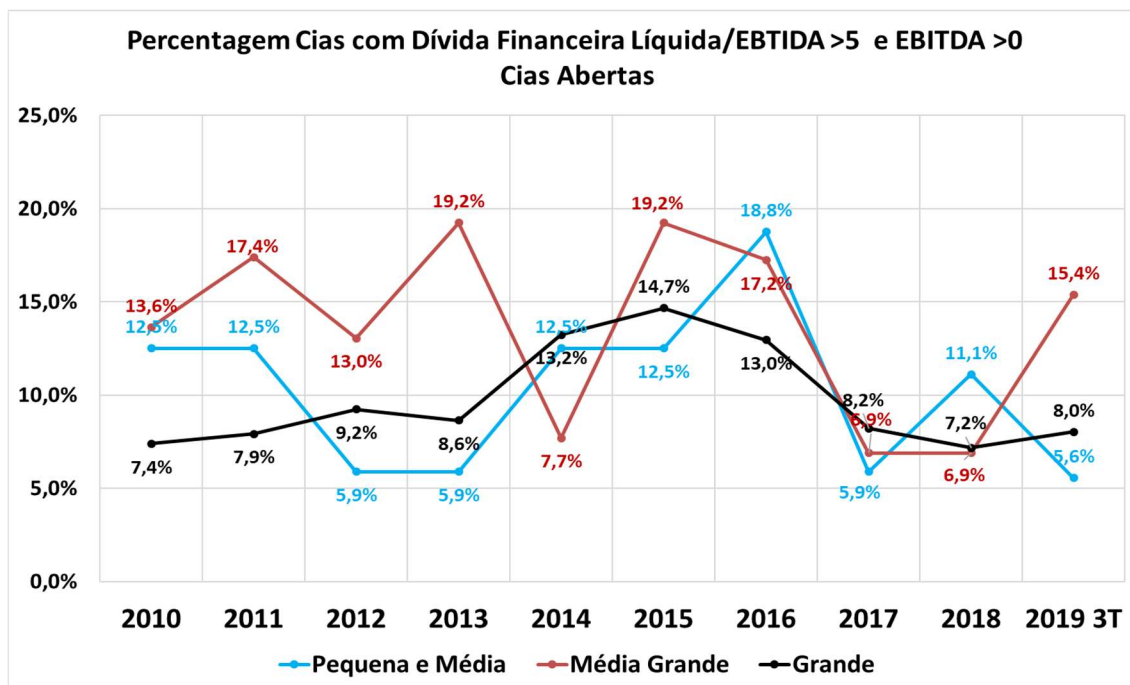
No conjunto das empresas abertas a porcentagem de empresas com endividamento excessivo cai para níveis inferiores aos observados período anterior à crise, apesar de algum aumento em setembro de 2019 (Gráfico 06). Desempenho semelhante se observa nas empresas fechadas até 2018.

GRÁFICO 06



Ao analisar a evolução desse indicador por classes de tamanho, chama a atenção a forte reversão da tendência de queda desse indicador ocorrida no ano terminado em 3T2019, no caso das empresas médias grandes, como está evidenciado no **Gráfico 07**.

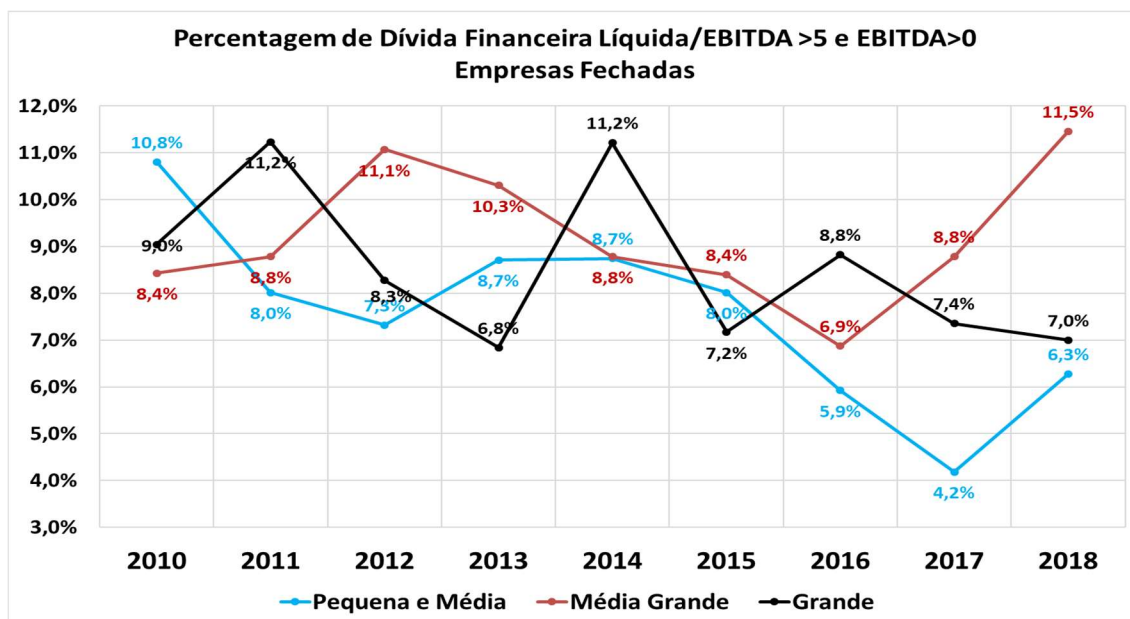
GRÁFICO 07



Depois de atingir em 2018 níveis até inferiores aos do período pré-crise, a porcentagem de empresas com endividamento excessivo dessa classe de tamanho salta para 15,4%. Somente uma análise mais detalhada das empresas que compõem essa classe de tamanho poderá esclarecer a origem desse aumento da proporção de empresas super endividadadas.

É interessante notar a ocorrência de comportamento semelhante no segmento de empresas médias grandes da amostra das empresas fechadas em 2017 e 2018. Como se observa no **Gráfico 08**, a porcentagem de empresas médias grandes com endividamento excessivo se eleva a 11,5% em 2018, a maior proporção observada desde 2010.

GRÁFICO 08

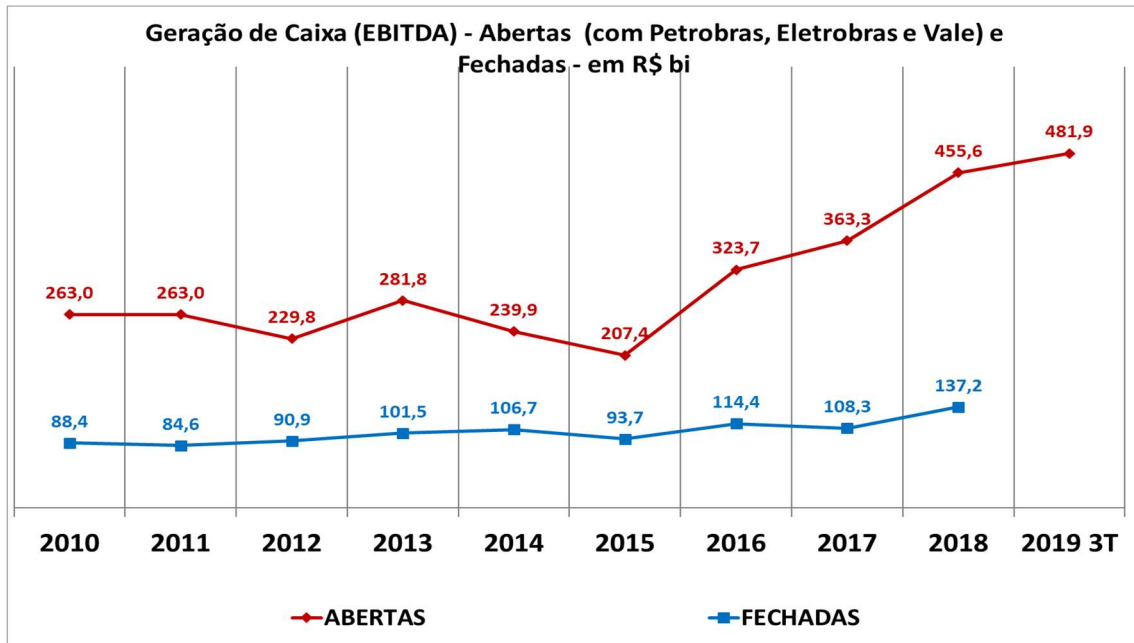


5. Geração de caixa e capacidade de pagamento

Na análise da geração de caixa das empresas da amostra, verifica-se a ocorrência de diferenças de grande significado quando se inclui ou não os dados de Petrobras, Eletrobras e Vale, cuja dimensão tem grande influência nos resultados agregados.

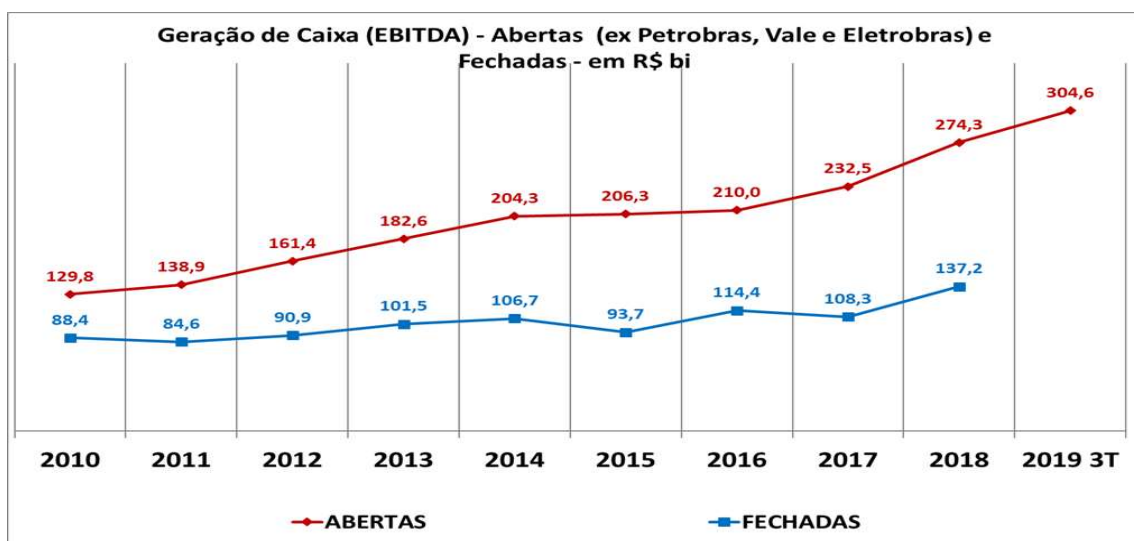
Como se observa no **Gráfico 09**, com a crise, em 2015, a geração de caixa dessas três grandes empresas tem queda de 26% em relação a 2013, ao que se segue forte recuperação de 132% (para R\$ 481,9 bilhões) no ano terminado em 3T2019.

GRÁFICO 09



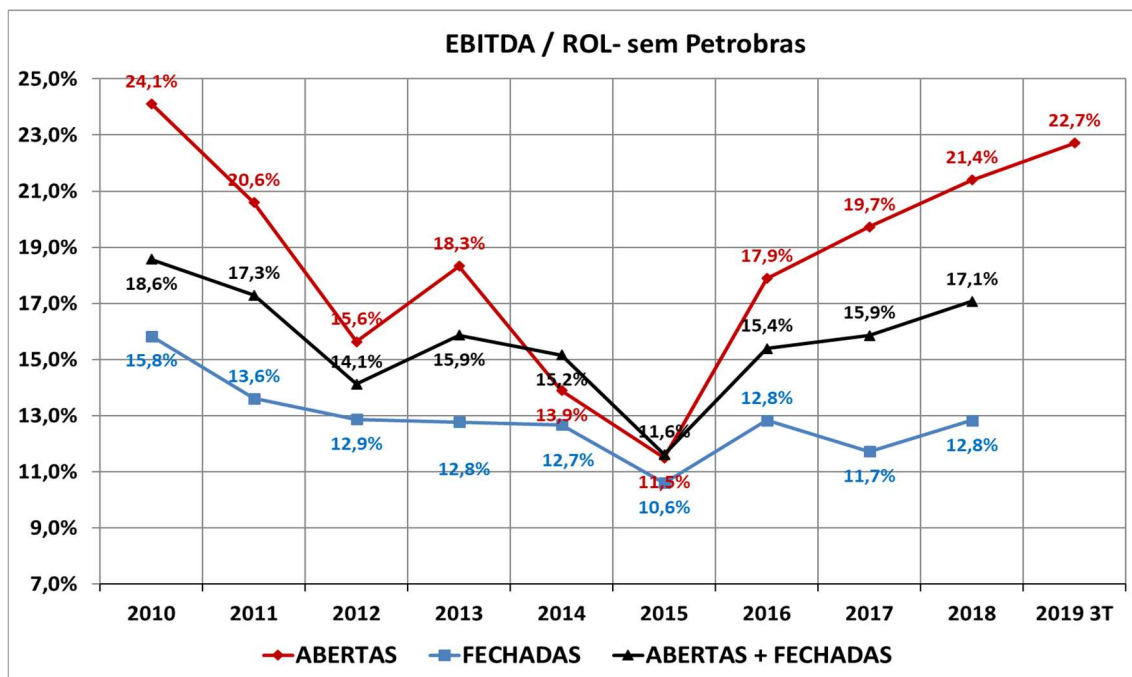
O impacto da crise e o ciclo de recuperação da geração de caixa das demais empresas abertas, quando se exclui Petrobras, Eletrobras e Vale, tem intensidade muito menor. No período de 2014 a 2016 ocorre praticamente uma estabilização do volume de geração de caixa, iniciando-se o ciclo de recuperação já em 2017. O valor observado no ano terminado em 3T2019 é cerca de 48% mais elevado que em 2015 e 11% maior que em 2018 (Gráfico 10).

GRÁFICO 10



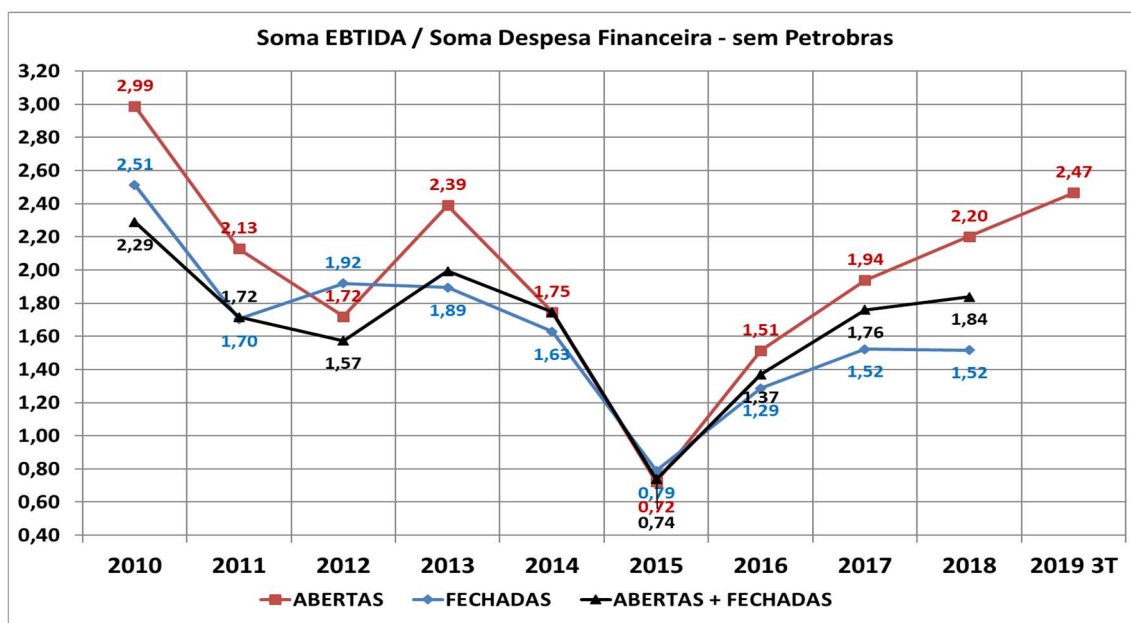
O aumento do valor de geração de caixa reflete também a elevação da margem de EBITDA, que mede a relação do EBITDA com o valor da receita operacional líquida (ROL), no conjunto das empresas da amostra, sem Petrobras. Como se vê no **Gráfico 11**, esse coeficiente tem crescimento acentuado desde 2016, e atinge 22,7% no ano terminado em 3T2019, o maior valor desde 2010, refletindo um avanço significativo nos resultados operacionais das empresas.

GRÁFICO 11



A combinação do aumento da geração de caixa com a queda das taxas de juros tem gerado um significativo ciclo de recuperação no índice de cobertura de despesas financeiras para o conjunto das empresas da amostra, exceto Petrobras. Também nesse indicador, o valor calculado para o ano terminado em 3T2019 é o mais elevado desde 2010 (**Gráfico 12**).

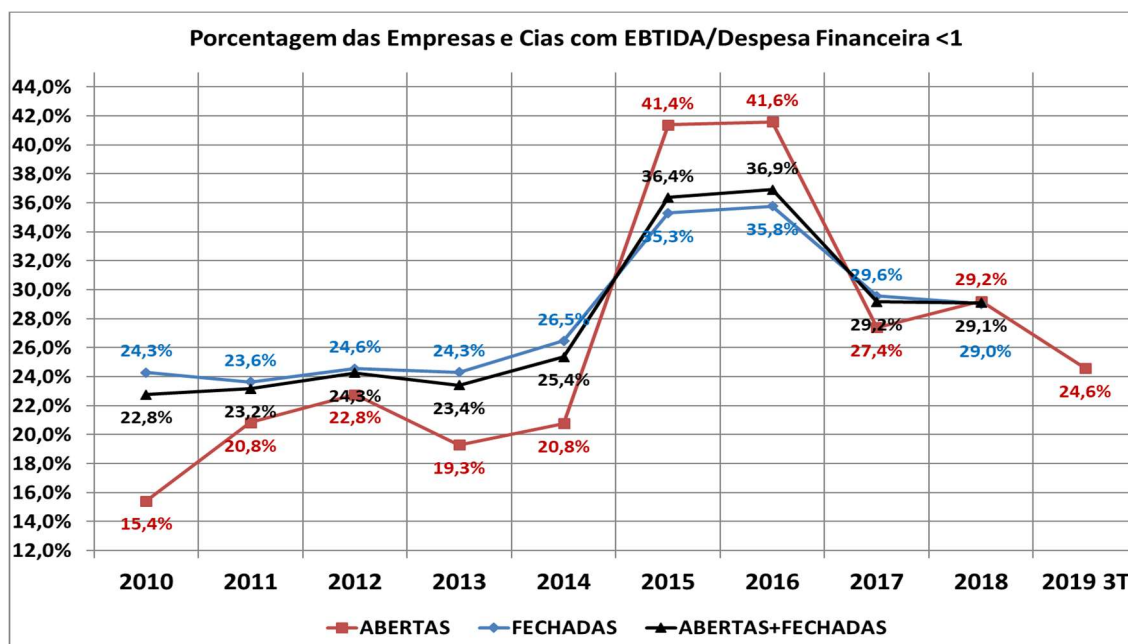
GRÁFICO 12



Quando se desloca a análise dos indicadores agregados para examinar a sua distribuição entre as empresas da amostra e especialmente entre classes de tamanho das empresas, verifica-se a existência de grandes disparidades de situação e de desempenho financeiro.

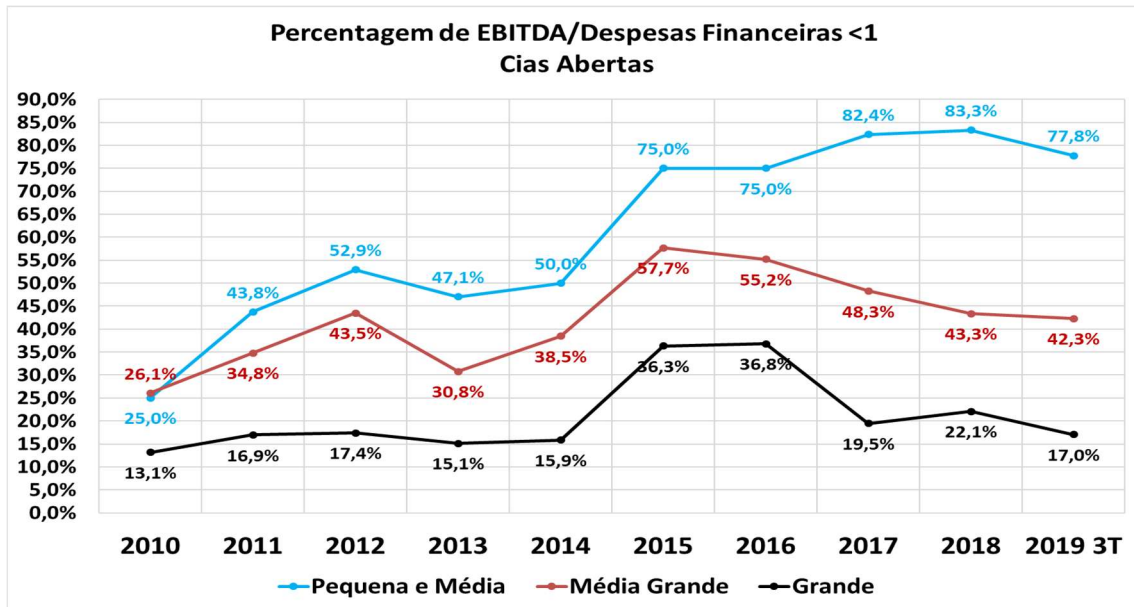
Por exemplo, como se vê no **Gráfico 13**, a percentagem das empresas abertas da amostra com geração de caixa inferior às despesas financeiras permanece em queda, até atingir 24,6% no ano terminado em 3T2019. Embora esse percentual ainda seja superior ao observado no período pré-crise, seu valor é muito inferior ao observado em 2015 e 2016.

GRÁFICO 13



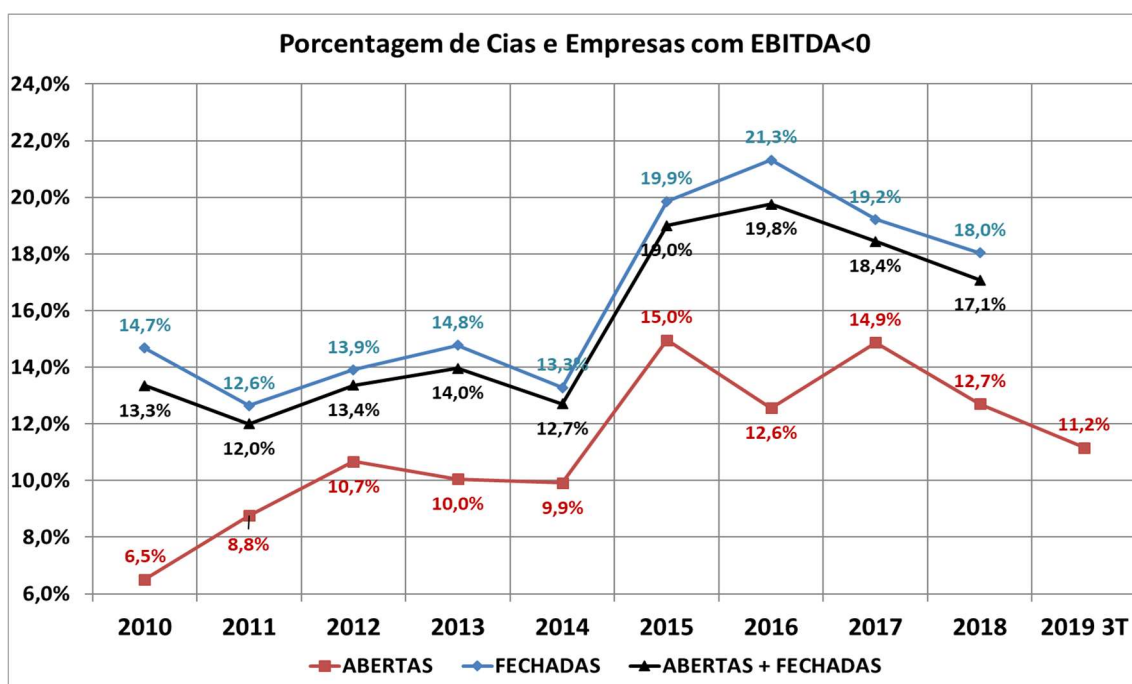
Entretanto, ao analisar a porcentagem de empresas com geração de caixa inferior às despesas financeiras por classes de tamanho, os resultados são muito diferentes, indicando a existência de uma situação financeira difícil para uma parcela significativa das empresas abertas pequenas e médias e médias grandes. Enquanto nas empresas grandes a porcentagem de empresas em que a relação entre geração de caixa (EBITDA) e despesas financeiras no ano terminado 3T2019 caiu à metade em relação a 2015 e 2016, nas pequenas médias a porcentagem ainda aumentou, para quase 78%. No caso das empresas médias grandes, apesar desse percentual apresentar queda continuada desde 2015, o percentual de 42,3% das empresas observado no ano terminado em 3T2019 ainda é muito elevado (**Gráfico 14**).

GRÁFICO 14



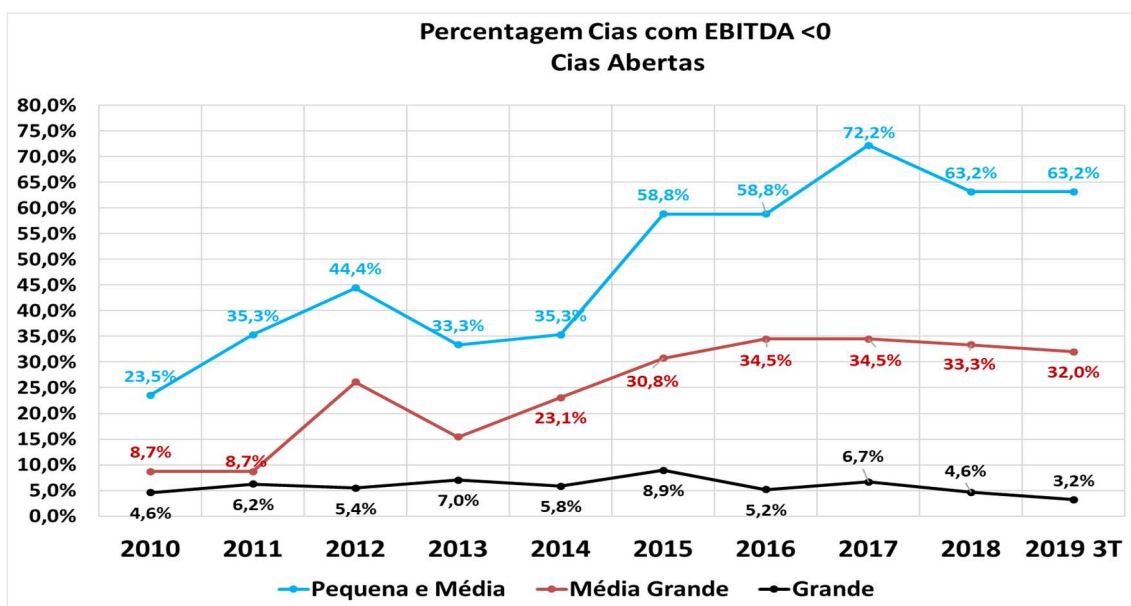
A geração de caixa negativa caracteriza situação financeira ainda mais difícil, na qual as empresas não tem condições de cobrir nem mesmo as despesas operacionais, como pagamento de salários, alugueis, fornecedores e outros de mesma natureza. Como se vê no **Gráfico 15**, a porcentagem de todas as empresas abertas nessa situação está em queda a partir de 2017, aproximando-se agora aos resultados do período pré crise. A porcentagem de empresas fechadas com geração negativa de caixa tem sido sempre superior à das empresas abertas e sua evolução recente somente poderá ser avaliada com a disponibilização das demonstrações financeiras de 2019.

GRÁFICO 15



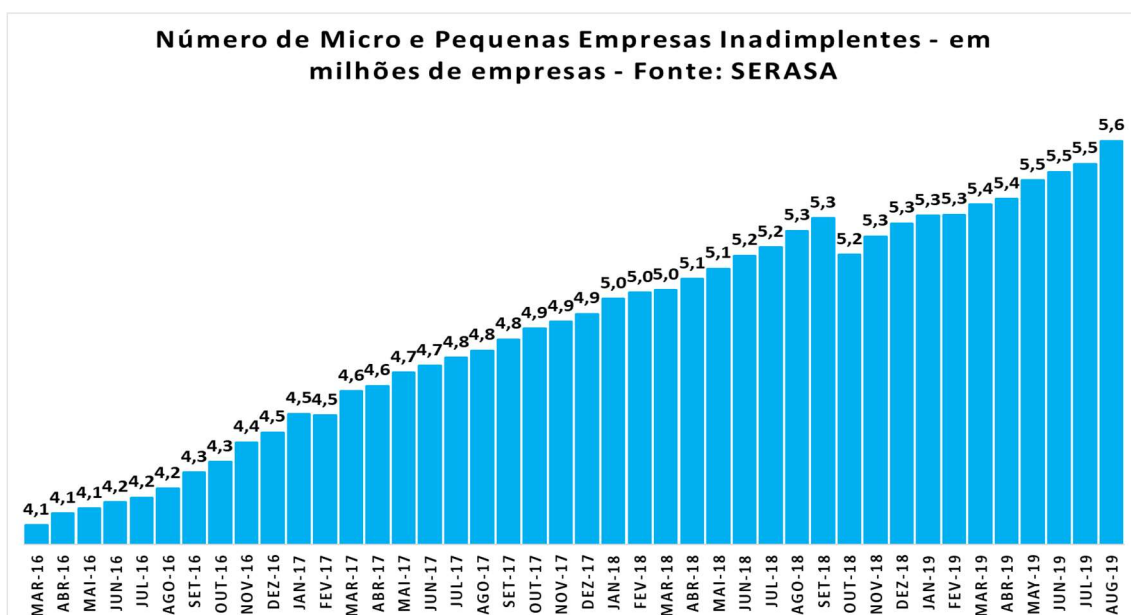
Entretanto, as diferenças entre classes de tamanho de empresas também são pronunciadas nesse indicador. No ano terminado em 3T2019, quase 2/3 das cias abertas pequenas e médias e 32% das médias grandes tem geração de caixa negativa. Essa situação ocorre em apenas 3,2% das empresas grandes, percentual inferior ao observado antes da crise (**Gráfico 16**).

GRÁFICO 16



Embora não seja objeto desta Nota, é importante registrar que os dados disponíveis indicam a permanência de situação financeira muito difícil para as micro e pequenas empresas, como demonstrado nos dados da SERASA. Como se vê no **Gráfico 17**, 5,6 milhões dessas empresas estão inadimplentes em agosto de 2019, número 8% maior que o de dezembro de 2018 e 33% superior ao do início de 2016 (4,2 milhões).

GRÁFICO 17

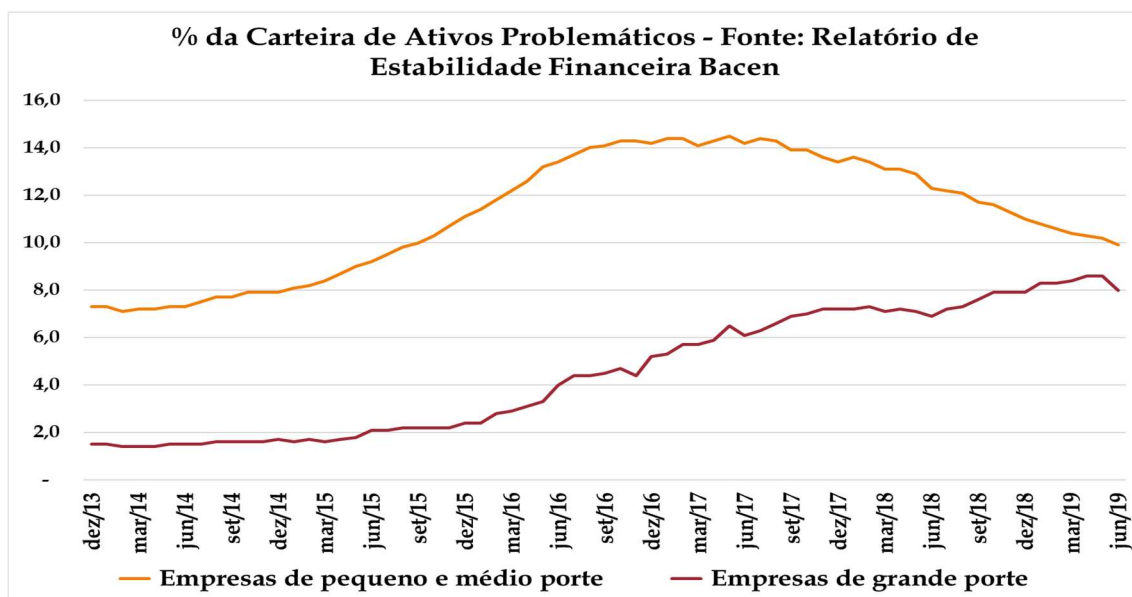


6. Comparação com resultados do Relatório de Estabilidade Financeira do Bacen –Outubro de 2019

A análise dos indicadores de situação financeira utilizados nesta Nota parecem sugerir conclusões diferentes daquelas indicadas no Relatório de Estabilidade Financeira do BACEN de outubro de 2019.

Como se observa no **Gráfico 18**, extraído daquele Relatório, a porcentagem da carteira de créditos problemáticos do sistema bancário de empresas de pequeno e médio porte, depois de atingir mais de 14% em meados de 2017, cai para cerca de 10% em junho de 2019. Já nas empresas de grande porte (ROL>R\$300MM) esse índice tem crescimento contínuo desde 12/2013, com índice inferior a 2%, até atingir cerca de 8% em junho de 2019, depois de uma pequena queda observada a partir de março.

GRÁFICO 18



O painel de empresas não financeiras utilizado pelo CEMEC Fipe para avaliar a situação financeira das maiores empresas brasileiras, tem 79% das empresas abertas classificadas como empresas grandes (ROL>R\$ 300MM) e 50% das empresas fechadas nessa classe de tamanho. Entretanto, os indicadores calculados com base nas demonstrações financeiras das empresas abertas grandes no ano terminado no terceiro trimestre de 2019, sugerem em geral uma tendência de melhoria de sua situação financeira a partir de 2016 em aparente contradição com

o aumento da porcentagem de ativos problemáticos de empresas grandes na carteira das instituições financeiras.

Embora não sejam disponíveis todos os dados necessários para fazer uma comparação detalhada entre os resultados de cada fonte, pode-se levantar algumas hipóteses que provavelmente explicam pelo menos uma parte das diferenças:

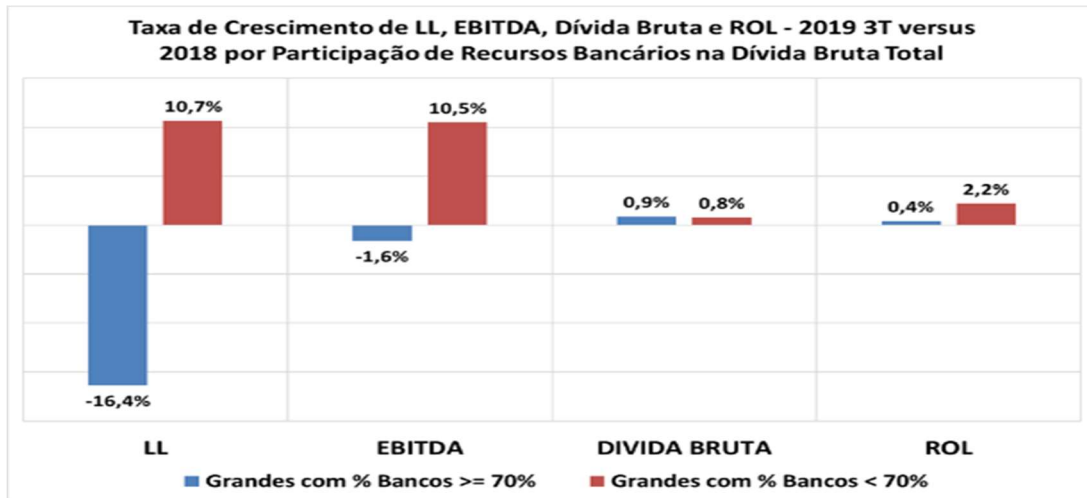
1. Os dados do Bacen se referem à situação da carteira de crédito de todas as empresas grandes, abertas e fechadas no sistema bancário
2. Existem pelas três diferenças significativas na comparação entre os dados do BACEN com os indicadores do CEMEC Fipe:
 - a. O painel de empresas utilizado pelo CEMEC Fipe inclui apenas as empresas para as quais são disponíveis¹ as demonstrações financeiras em todo o período de análise; é importante registrar a existência de um número considerável de empresas grandes, algumas com nível elevado de endividamento bancário e até em recuperação judicial, para as quais não são disponíveis demonstrações financeiras em todo o período de análise de modo a serem incluídas no painel;
 - b. Os dados do Bacen se referem exclusivamente à dívida bancária e todas as empresas grandes, enquanto que os dados do CEMEC Fipe, extraídos dos balanços, se referem ao exigível financeiro total das empresas da amostra, incluindo dívida bancária, dívidas no mercado de capitais e no mercado internacional; por exemplo, nos dados de 2018, extraídos das notas explicativas das demonstrações financeiras das companhias abertas, o crédito bancário doméstico representa apenas 31% do exigível financeiro total, ou seja quase 70% de sua dívida não é dívida bancária no mercado doméstico;
 - c. Os indicadores do CEMEC Fipe não medem diretamente a inadimplência, mas apresentam indicadores de endividamento, geração de caixa e cobertura de despesas financeiras; embora seja razoável assumir a existência de correlação entre alguns indicadores e a probabilidade de inadimplência, são medidas distintas das apuradas pelo BACEN.
3. Analisando alguns indicadores de desempenho das empresas que compõem o painel CEMEC Fipe, verifica-se que as empresas com maior participação de crédito bancário na sua dívida apresentam pior desempenho em crescimento de vendas, lucro líquido e

¹ Fonte: Valor Pro

geração de caixa enquanto que variações da dívida bruta são semelhantes às da amostra.

No **Gráfico 19**, verifica-se que as empresas grandes em que a percentagem de crédito bancário no seu exigível financeiro total é maior que 70%, os indicadores de desempenho são piores que os das empresas que utilizam menos crédito bancário.

GRÁFICO 19



Uma hipótese possível, relacionada também com o forte aumento das emissões de dívida corporativa, é a de que as empresas de melhor desempenho tem migrado para o mercado de capitais, enquanto que as demais teriam mantido seu financiamento mais concentrado em crédito bancário até pela dificuldade de acessarem esse mercado.