

NOTA CEMEC-FIPE 09/2020

Situação econômica e financeira das maiores empresas brasileiras¹ na crise da Covid-19

Setembro de 2020

¹ Com base nas Demonstrações Financeiras do segundo trimestre de 2020

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 agosto de 2020.

Dúvidas e Comentários: CEMEC-FIPE@fipe.org.br

Equipe Técnica

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Sumário

1. Objetivo, dados e metodologia	4
2. Amostra (2010 a 2020 2T)	4
3. Sumário Executivo	5
4. Visão macroeconômica	7
5. Investimentos das empresas da amostra	10
6.0 Fatores condicionantes da decisão de investir tem impacto negativo em 2020	12
6.1 Vendas e lucro líquido	13
6.2 Taxas de retorno e custo do capital	15
6.3 Outros fatores: capacidade ociosa, expectativa de crescimento da demanda, confiança e incerteza	19
7. Situação financeira das maiores empresas: aumentam a dívida e as despesas financeiras, mas impacto é moderado sobre indicadores de solvência e liquidez	22

1. Objetivo, dados e metodologia

O objetivo desta Nota CEMEC-FIPE 09/2020 é analisar o impacto da crise da Covid-19 sobre a situação econômica e financeira das maiores empresas brasileiras. Embora tradicionalmente a situação econômica e a situação financeira das empresas tenham sido objeto de análises separadas nas Notas CEMEC-FIPE, a emergência e profundidade da crise da Covid-19 recomenda a análise conjunta dos aspectos econômicos e financeiros.

Os indicadores são calculados com base nas demonstrações financeiras consolidadas do período de 2010 a 2020 de uma amostra de empresas não financeiras:

- a. Todas as empresas abertas com “ticker” , com demonstrações financeiras disponíveis em cada ano;
- b. Um painel fixo de empresas fechadas com base em 2019, que inclui todas essas empresas para as quais são disponíveis demonstrações financeiras no período do 2010 a 2020.

Fontes de dados: ValorPro e Economática; indicadores calculados pelo CEMEC-FIPE.

2. Amostra (2010 a 2020 2T)

a. Tamanho da amostra:

460 empresas não financeiras

302 empresas de capital aberto listadas com informação (com ticker)

158 empresas fechadas

- b. **Fonte de dados:** ValorPro e Maiores e Melhores da Revista Exame.

c. Porte das Empresas

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

Distribuição das empresas da amostra por porte

Porte	Abertas	Fechadas	Total	%
Pequena e Média	57	39	96	20,87%
Média Grande	40	27	67	14,57%
Grande	205	92	297	64,57%
Total	302	158	460	100,0%

3. Sumário Executivo

3.1 Visão macroeconômica:

a. Os dados mostram que a economia brasileira, assim como as principais economias do mundo, sofreu em abril o maior impacto das indispensáveis medidas de quarentena e afastamento social implementadas para conter a velocidade do contágio da pandemia. No segundo trimestre de 2020 o aumento das exportações líquidas e dos gastos de consumo do Governo em relação ao primeiro trimestre não foram suficientes para compensar a forte queda da demanda de investimentos e da demanda de consumo das famílias, do que resultou a queda do PIB de 8,4% em relação ao primeiro trimestre.

b. Duas observações são importantes para entender o desempenho da economia no segundo semestre, caracterizado pela recuperação de vendas e pressões inflacionárias:

i. A queda de demanda de consumo em 2T2020 foi gerada pela queda da renda e da propensão a consumir, acompanhada de aumento da poupança das famílias. Com a redução das medidas de afastamento social e alguma recuperação da renda, é provável que além da voltar da propensão a consumir para um padrão mais próximo do normal, a demanda de consumo no segundo semestre seja ainda reforçada pela destinação de pelo menos parte da poupança financeira realizada em 2T2020 para as compras adicionais. .

ii. As contas nacionais mostram que a paralisação da produção em 2T2020 foi acompanhada de forte redução dos estoques, comprometendo no curto prazo a capacidade da cadeia de oferta atender ao crescimento da demanda, exercendo pressão sobre os preços, alavancada ainda pelo choque de câmbio e reforço das exportações.

3.2 Situação econômica e investimentos das empresas da amostra

a. Na amostra total, **incluindo Petrobras , Eletrobras e Vale** os investimentos realizados no ano terminado no segundo trimestre de 2020 apresentam queda em relação a 2019, que entretanto não pode ser atribuída à crise da Covid-19, de vez que isso já ocorria no ano terminado no primeiro trimestre, refletindo portanto decisões adotadas anteriormente;

b. Na amostra **sem Petrobras, Eletrobras e Vale** verifica-se que 2020 interrompe a tendência de recuperação de investimentos iniciada em 2018, ano em que a taxa de retorno do investimento que já vinha crescendo , praticamente empatou com o custo médio ponderado do capital mas que entrou em queda a partir de 2019;

c. Os principais fatores condicionantes da decisão de investir tem impacto negativo em 2020: taxas de retorno do capital investido (ROIC) caem para níveis inferiores ao custo médio ponderado do capital, a expectativa de crescimento da demanda (PIB) nos próximos três anos assume valores negativos, aumenta a capacidade ociosa e os índices de incerteza saltam para os níveis mais elevados da série.

3.3 Situação financeira das maiores empresas:

a. Dívida bruta aumenta, como resultado do aumento das operações de crédito bancário, facilitadas pelas medidas emergenciais adotadas pelo Bacen e pelo impacto do aumento da taxa de câmbio sobre a parcela da dívida denominada em moeda estrangeira;

b. Não obstante a queda da geração de caixa e o aumento da dívida e das despesas financeiras, os principais indicadores de endividamento, solvência e liquidez embora afetados negativamente ainda se situam em níveis menos preocupantes que os observados em 2015/2016; é importante lembrar que a amostra é constituída principalmente de empresas grandes e medias grandes, não sendo portanto representativa da grande massa de pequenas e médias empresas brasileiras.

4. Visão macroeconômica

Todos os dados disponíveis mostram que a economia brasileira, assim como as principais economias do mundo, sofreu em abril o maior impacto das indispensáveis medidas de quarentena e afastamento social implementadas para conter a velocidade do contágio da pandemia. A **Tabela 01** mostra o desempenho dos principais componentes da demanda agregada numa comparação entre o segundo e o primeiro trimestres de 2020.

TABELA 01

Componente	R\$ bi 2T – 1T	Variação % 2T/1T	% 1T2020	%2T2020	Diferença p.p. 2T – 1T
PIB	-151	-8,3%	100,0%	100,0%	- 0 -
C - Consumo	-160	-13,7%	64,5%	60,7%	-3,8 p.p.
I Investimento (1)	-93	-29,7%	17,4%	13,3%	-4,1 p.p.
G -Governos	+27	+7,8%	19,0%	22,4%	+3,4 p.p.
(X-M) Exp.-Imp.	+75	(2)	-0,9%	3,6%	+ 4,5 p.p.
X	+58	+21,8%	14,7%	19,6%	+ 4,9 p.p.
M	-17	-6,0%	15,6%	16,0%	+ 0,4 p.p.

(1) Composição: (-) R\$ 38 bilhões de FBCF e (-) R\$ 55 bilhões de variação de estoques

(2) (X-M) em 1T2020 = (-) R\$ 15,0 bilhões; (X-M) em 2T2020 = (+) R\$ 60,0 bilhões

É importante destacar algumas observações que permitem um melhor entendimento do impacto econômico da pandemia e de algumas condições que podem reforçar a recuperação à medida que sejam moderadas as restrições do isolamento social:

- a. Os maiores impactos são da queda da demanda de consumo de (-) R\$ 160 bilhões e da demanda de investimento, de (-) 93 bilhões, neste caso cerca de 30% inferior ao dado do primeiro trimestre; a queda do PIB teria sido de R\$ 253 bilhões, ou (-) 13,9%, não fossem as compensações decorrentes do aumento de exportações líquidas de (+) 75 bilhões e dos gastos de consumo do Governo de (+) 27 bilhões.

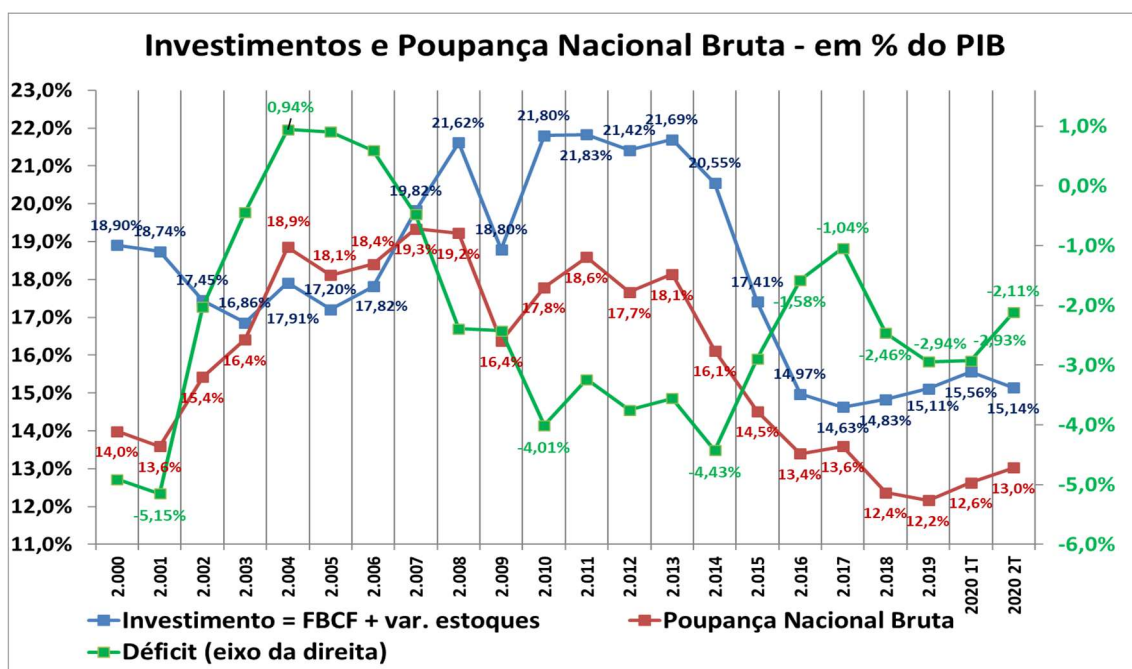
- b.** Além da própria redução da renda, a queda do consumo foi intensificada pela redução da propensão média a consumir, de 64,5% em 1T2020 para 60,7%, como resultado direto da quarentena e do afastamento social que embora não tenha afetado de modo significativos o consumo de alimentos e alguns itens essenciais, gerou queda acentuada da demanda de serviços e bens duráveis e semiduráveis consumo e aumento da poupança financeira das famílias; ao mesmo tempo, as empresas também aumentaram suas disponibilidades, como resultado da antecipação de operações de crédito bancário já a partir de março, para enfrentar a esperada perda de vendas, que efetivamente ocorreu².
- c.** Embora não seja objeto deste trabalho a geração de cenários, é razoável supor que, além de alguma recuperação da renda e do emprego com o relaxamento das medidas de afastamento social no segundo semestre de 2020, a demanda de consumo será ainda reforçada com a provável destinação desse excedente não intencional de poupança financeira para compras, além de contar ainda com a permanência do auxílio emergencial de R\$ 600,00 até fins de agosto e R\$ 300,00 daí por diante.
- d.** Outra observação de grande importância para entender os efeitos econômicos da pandemia, diz respeito à interrupção da produção da maioria das empresas. Esse efeito sobre a oferta tem ficado cada vez mais evidente à medida que ocorre a recuperação da demanda já a partir de maio e junho, demonstrando o comprometimento da cadeia de oferta de vários setores. Muitas empresas industriais já informavam em julho que mantinham estoques abaixo do nível desejado para atender à demanda³. Nesse contexto e refletindo ainda os efeitos da forte elevação das taxas de câmbio e pressão da demanda internacional na área de commodities, os preços de atacado tem demonstrado forte aceleração. Como indicado na Nota 01 da **Tabela 01**, a magnitude dessa redução de estoques aparece com clareza nas contas nacionais. Da redução de investimentos de R\$93 bilhões no segundo trimestre de 2020, mais da metade, ou seja, R\$ 55 bilhões são devidos à redução de estoques.

² V Nota CEMEC-FIPE 07/2020 – Empresas e famílias aumentam poupança e mudam sua carteira na crise – Julho de 2020

³ Dados da CNI mostram que cerca da metade das empresas consultadas informam que estavam com estoques insuficientes para atender à demanda; noticiário da imprensa dão conta da dificuldade de atendimento de pedidos em materiais básicos, como resinas, plásticos e aço, bem como de bens finais, como é o caso calçados e confecções.

Esses movimentos ocorridos no segundo trimestre de 2020 foram suficientes para impactar os resultados no ano terminado nesse trimestre. Como se vê no **Gráfico 01**, a taxa de investimento que vinha se recuperando até o ano terminado em 1T2020, com 15,56%, cai para 15,14%. Em 2T2020. Por sua vez, a taxa de poupança que havia atingido em 2019 a menor taxa desde a criação das contas nacionais em 1947 (12,2%) sobe agora para 13,0%, mantendo a recuperação iniciada no ano terminado no trimestre anterior.

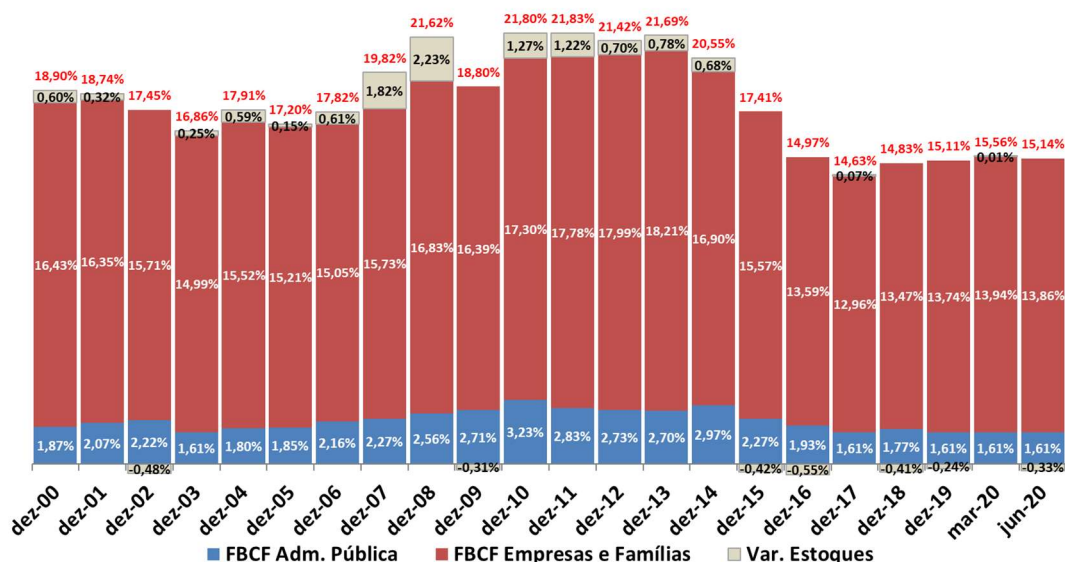
GRÁFICO 01



Como se vê no **Gráfico 02**, o investimento das empresas e famílias representa 89,4% do investimento total, observando-se que também aí aparece o desinvestimento em estoques, da ordem de (-) 0,33% do PIB. Dadas as limitações fiscais nos próximos anos, a recuperação do investimento depende quase exclusivamente do investimento das famílias e empresas, aí incluídas as grandes estatais, Petrobras e Eletrobras.

GRÁFICO 02

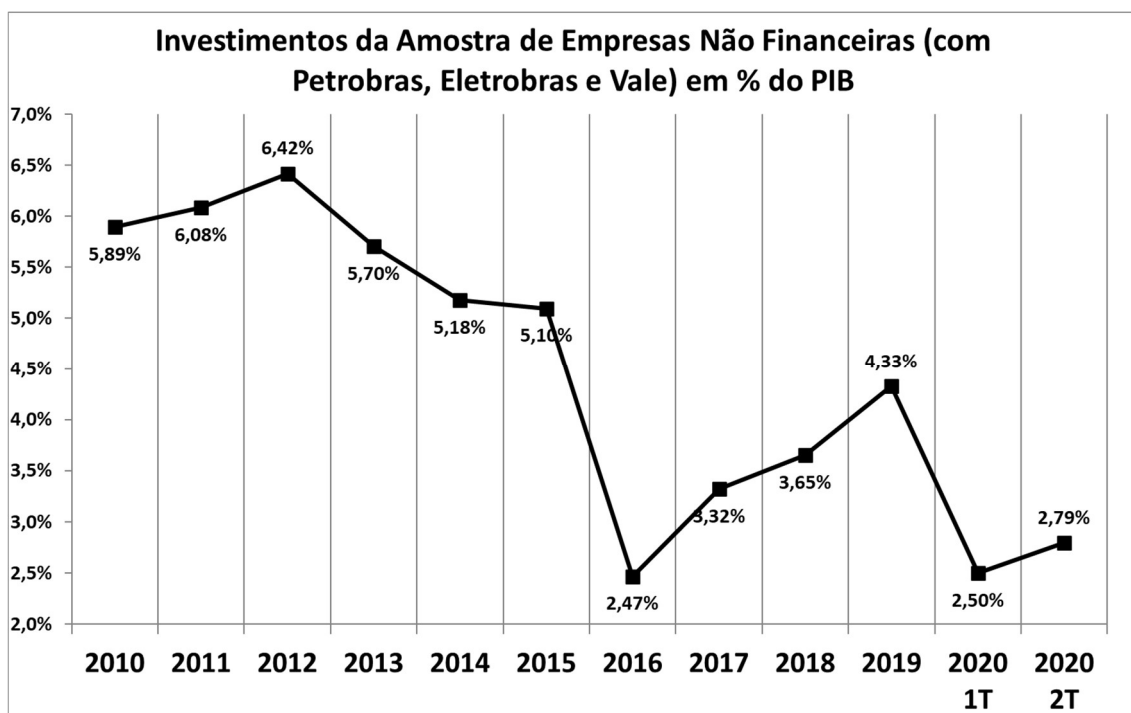
Investimentos (FBCF + var. estoques) - em % do PIB



5. Investimentos das empresas da amostra

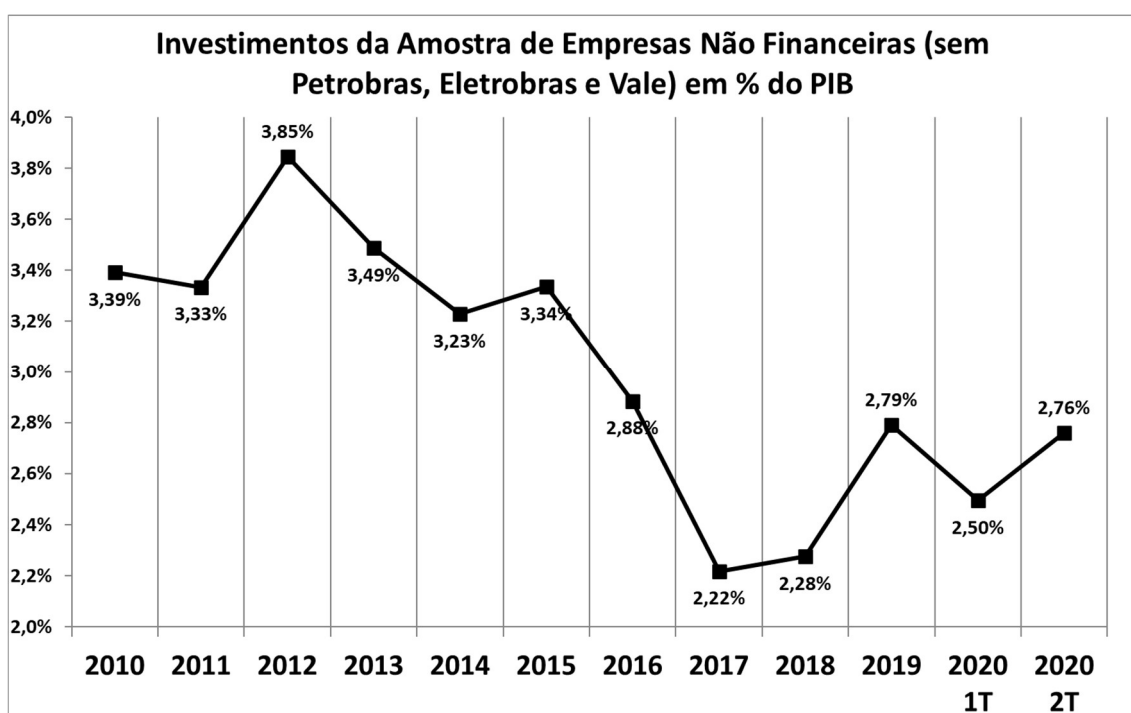
Os investimentos consolidados de todas as empresas da amostra, incluindo **Petrobras Eletrobras e Vale** apresentam queda acentuada no ano terminado em 2T2020, revertendo significativo crescimento que se observava desde o mínimo de 2,47% do PIB em 2016, até atingir 4,33% em 2019. Observando o **Gráfico 03**, é importante notar que essa queda não pode ser atribuída à crise da Covid-19, dado que a redução do investimento já ocorre no ano terminado no primeiro trimestre, que obviamente reflete decisões adotadas em períodos anteriores.

GRÁFICO 03



Daqui por diante, concentra-se o foco da análise nos resultados apurados nos dados consolidados da **amostra de empresas com exclusão da Petrobras, Eletrobras e Vale**, que reflete melhor o desempenho do conjunto das maiores empresa brasileiras. Como se vê no **Gráfico 04**, a taxa de investimentos dessas empresas interrompe a tendência de recuperação observada em 2018 e 2019 e atinge em 2T2020 nível semelhante ao de 2019.

GRÁFICO 04



6. Fatores condicionantes da decisão de investir tem impacto negativo em 2020

Trabalhos anteriores do CEMEC-FIPE mostram que pelo menos duas variáveis têm correlação positiva com a decisão de investir das empresas da amostra CEMEC-FIPE:

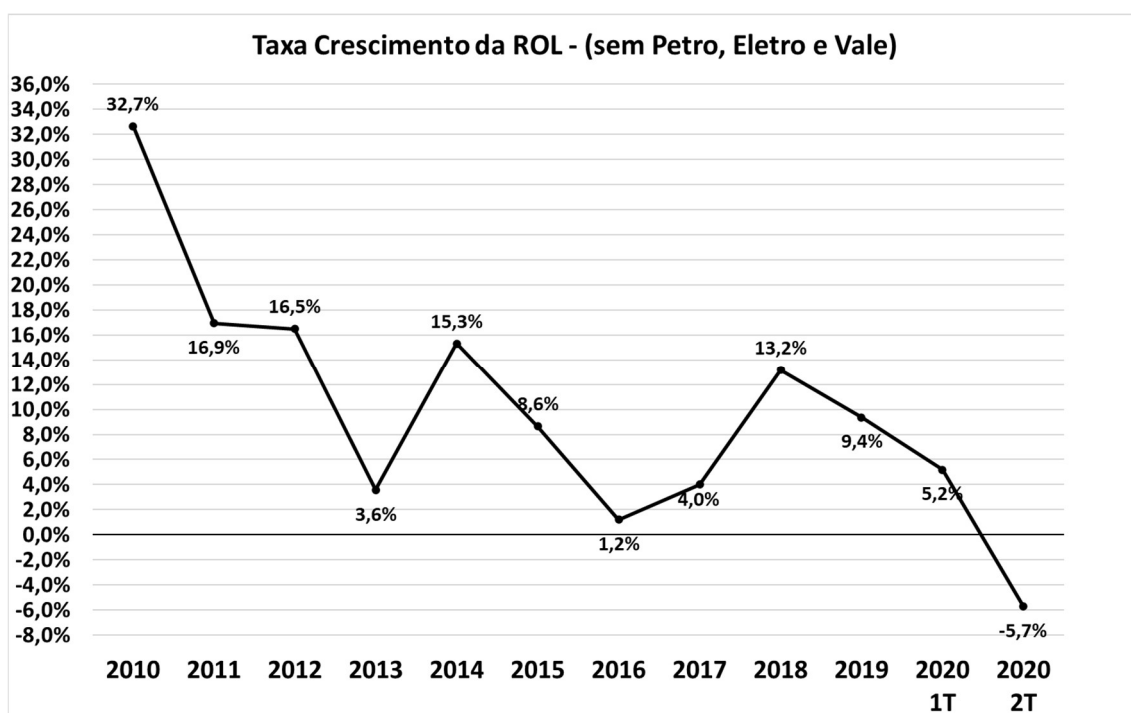
- a. Relação entre a taxa de retorno do capital total investido (ROIC) e o custo médio ponderado do capital (WACC): quando ROIC é maior que WACC caracteriza situação favorável à decisão de investir;
- b. Expectativa de crescimento da demanda (PIB) na média dos três anos adiante do ano de referência.

Na análise da decisão de investir das empresas, deve-se reconhecer também a importância de outros fatores, tais como grau de utilização da capacidade de produção, níveis de confiança e de incerteza.

6.1 Vendas e lucro líquido

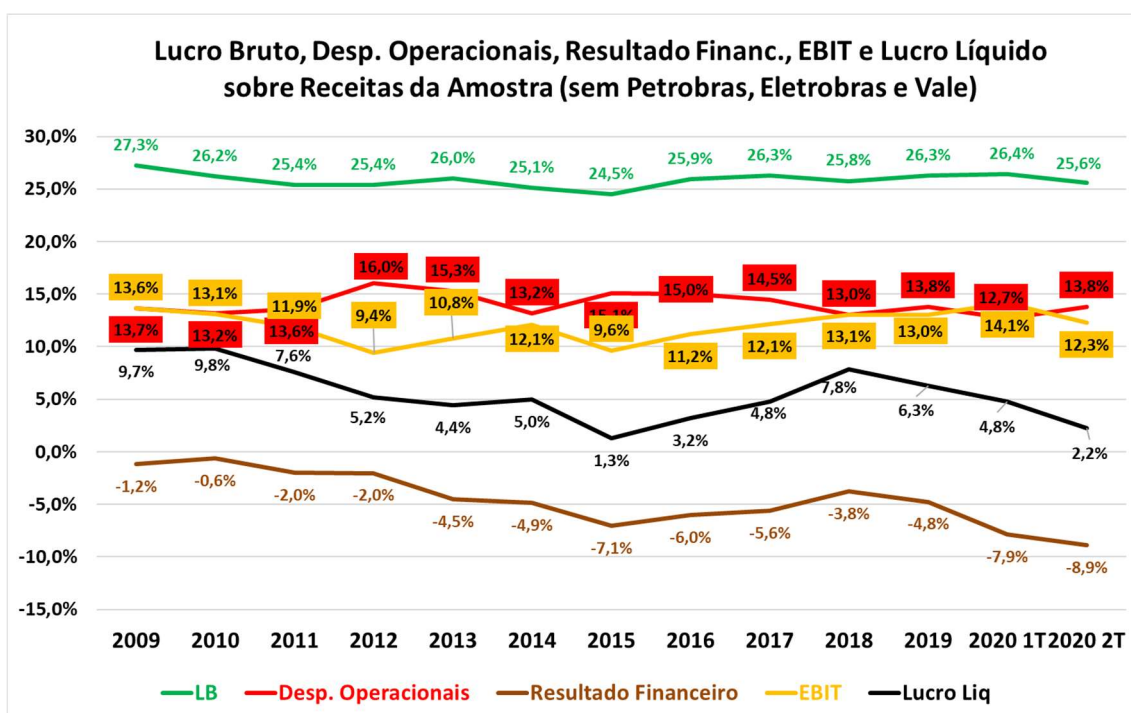
A crise da Covid-19 tem gerado forte impacto em quase todas as variáveis determinantes dos resultados das empresas. Como se vê no **Gráfico 05**, o ritmo anual de crescimento da receita líquida de vendas reverte da taxa positiva de 9,4% em 2019 para uma taxa negativa de (-) 5,7% no ano terminado no segundo trimestre de 2020.

GRÁFICO 05



Essa queda de vendas é acompanhada de redução de coeficientes de receitas e aumento de coeficientes de despesas, com forte impacto negativo nos coeficientes de lucro líquido, como se vê no **Gráfico 06**. Os coeficientes de lucro líquido, que apresentavam queda em 2019, quando atingiram 6,3% das vendas, tiveram redução adicional, para apenas 2,2% no ano terminado em 2T2020. Esse nível situa-se entre os observados nos piores anos da recessão, em 2015 e 2016, que são os mais baixos desde 2009.

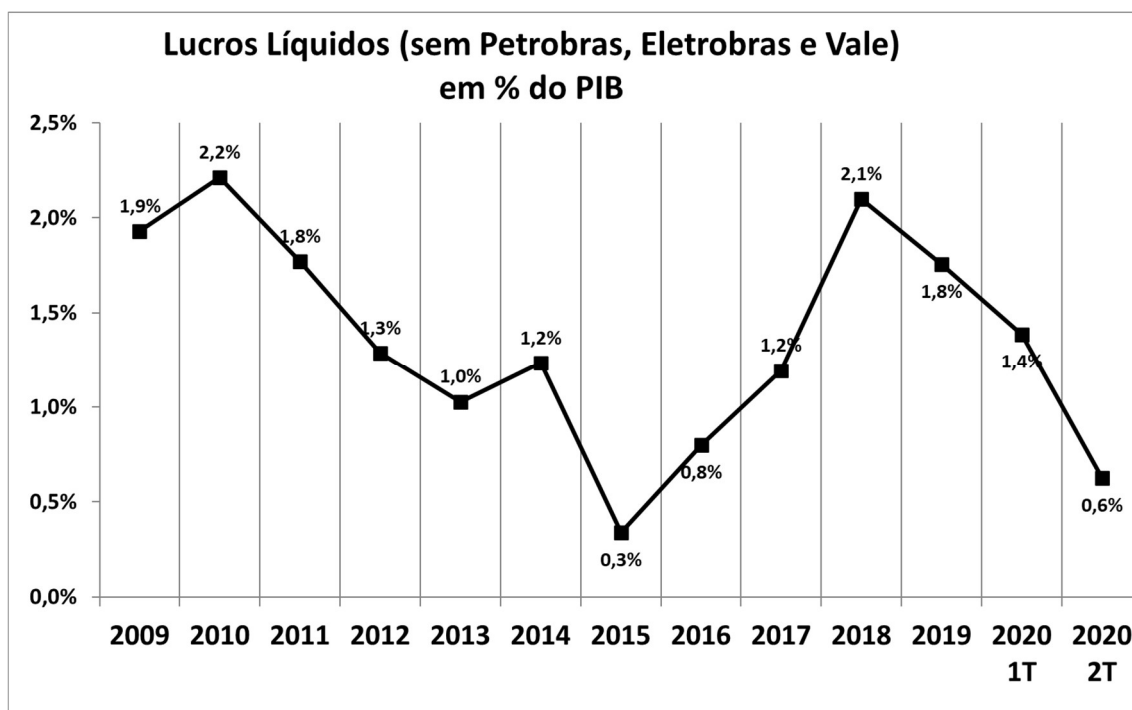
GRÁFICO 06



As variações dos coeficientes que determinam o resultado operacional se compensam, fazendo com que a queda de 4,1 p.p. do coeficiente de lucro líquido sobre vendas em relação a 2019 (de 6,3% para 2,2%) possa ser explicada integralmente pela redução de 4,1p.p. do resultado financeiro, de -4,8% para -8,9% das vendas.

A magnitude da queda de lucro líquido das empresas da amostra fica ainda evidenciada quando esses resultados são calculados como porcentagem do PIB de cada ano. O **Gráfico 07** demonstra a intensidade da queda do lucro líquido das empresas da amostra no ano terminado em 2T2020, para apenas 0,6% do PIB, cerca de apenas 1/3 do resultado observado em 2018 e inferior ao observado em 20165.

GRÁFICO 07

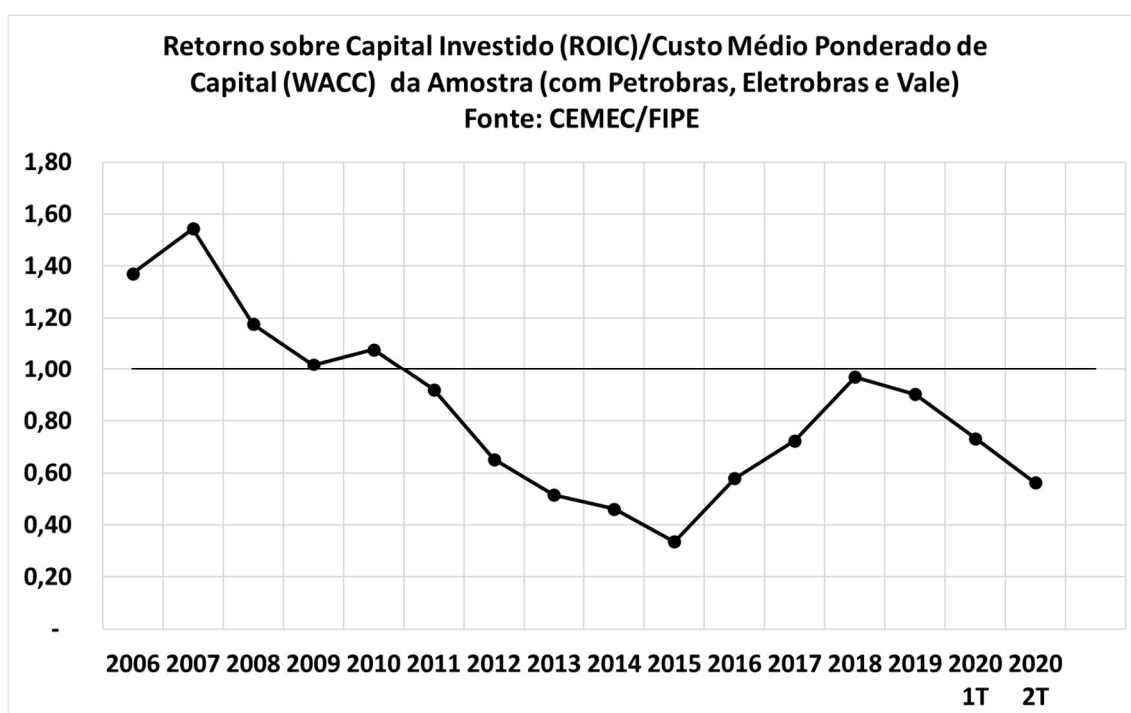


6.2 Taxas de retorno e custo do capital

No **Gráfico 08**, é apresentada a comparação entre as taxas de retorno do capital total investido (ROIC) calculadas com os dados consolidados de todas as empresas da amostra, **incluídas a Petrobras, Eletrobras e Vale**. A estimativa do custo médio ponderado de capital usa o custo de médio de capital próprio das empresas abertas⁴ e o custo médio da dívida de todas as empresas da amostra. Os pesos usados no cálculo da média refletem a estrutura de capital do conjunto dessas empresas.

⁴ Existem metodologias que utilizam várias hipóteses para estimar o custo de capital próprio das empresas fechadas, a partir das estimativas feitas para as empresas abertas. Neste trabalho é atribuído às empresas fechadas o mesmo custo de capital próprio estimado para as empresas abertas.

GRÁFICO 08

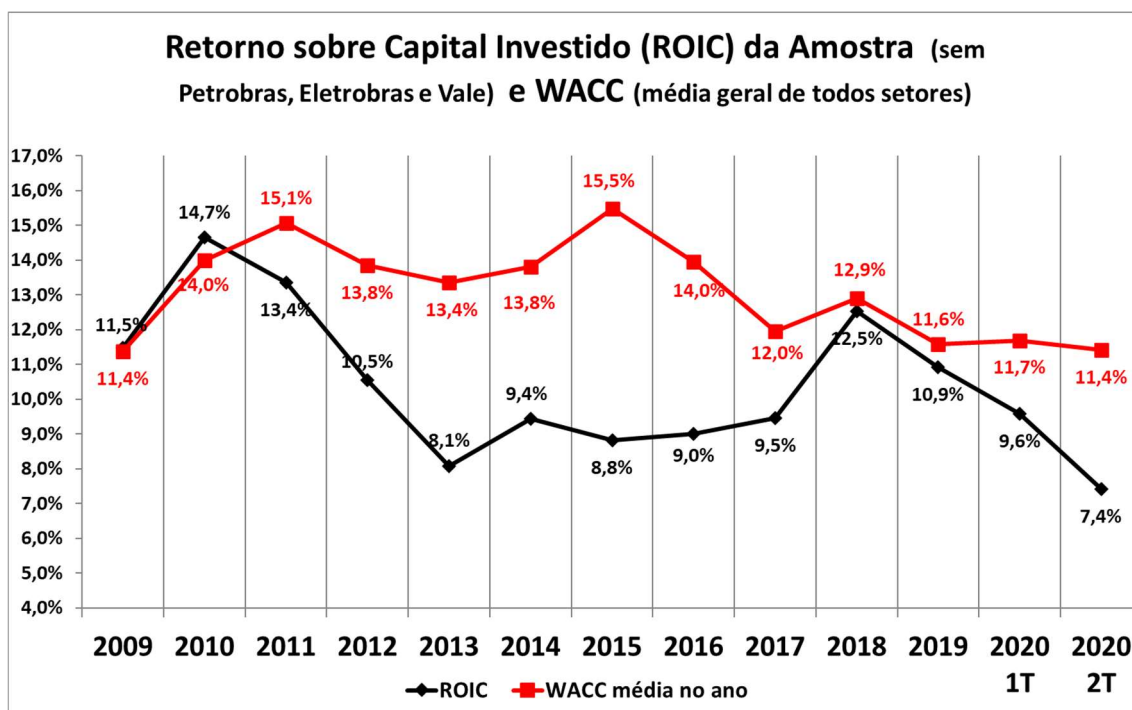


Verifica-se que nesse nível de agregação, o aumento da taxa de retorno do capital total investido (ROIC) e a redução do custo médio ponderado de capital (WACC) a partir de 2016 fizeram com que em 2018 a relação entre essas duas taxas se aproximasse da unidade. Nessa situação, as taxas de retorno cobrem os custos de capital, configurando uma condição favorável ao investimento, dependendo dos demais fatores.

De fato, como aparece no **Gráfico 03**, o investimento da amostra total se eleva de 2,47% do PIB em 2016 para 4,33% do PIB em 2019. Em seguida à queda da relação entre taxas de retorno e custo de capital iniciada em 2019 observa-se a redução da taxa de investimento das empresas da amostra no ano terminado no segundo trimestre de 2020.

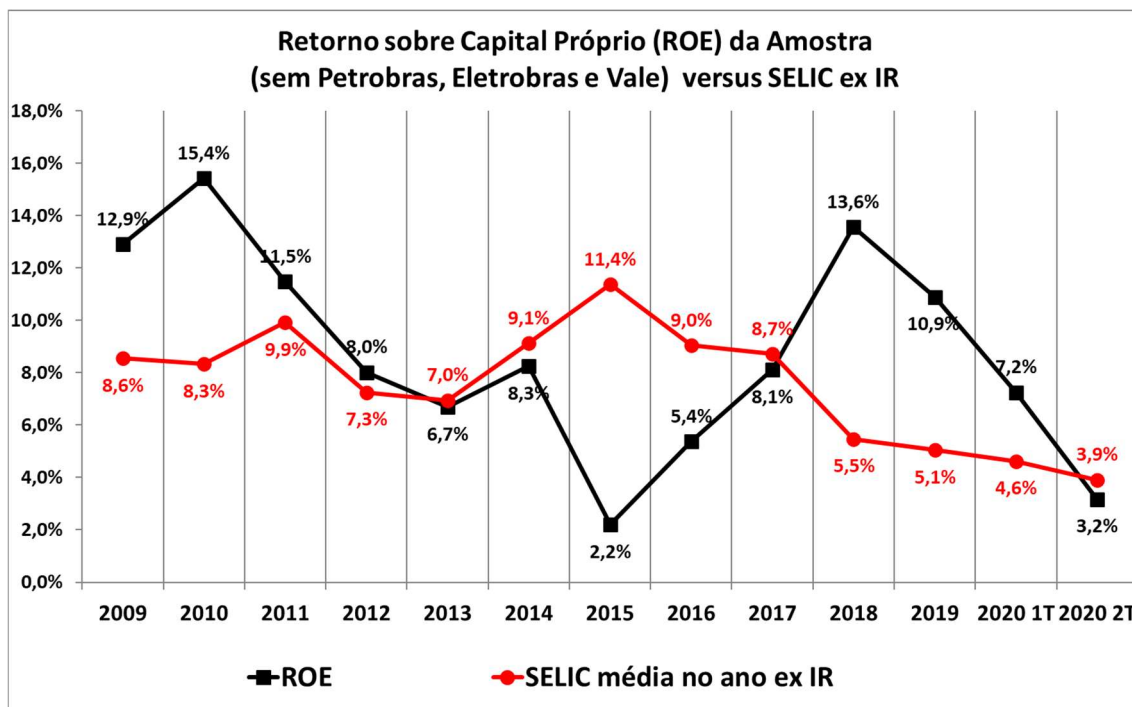
No **Gráfico 09** são apresentadas as estimativas da taxa de retorno do investimento total (ROIC) e do custo médio ponderado do capital (WACC) da **amostra sem Petrobras, Eletrobras e Vale**. Nesse nível de agregação, verifica-se considerável recuperação das taxas de retorno (ROIC) iniciada em 2016, até atingir 12,5% em 2018, ano em que essa taxa praticamente empata com o custo de capital. Já em 2019 e especialmente em 2020 o ambiente reverte negativamente para o investimento. Os dados consolidados mostram que a taxa média de retorno (ROIC) cai para apenas 7,4% a.a. no ano terminado em 2T2020, cerca de 4p.p. abaixo do custo do capital, estimado em 11,4% a.a.

GRÁFICO 09



Apesar da acentuada das taxas de juros, taxa média de retorno ao acionista (ROE) no ano terminado em 2T2020 cai para apenas 3,2%a.a., inferior à taxa média de uma aplicação em títulos públicos à taxa SELIC média dos 12 meses encerrados em junho de 2020, de 3,9%a.a. após o imposto de renda. O prêmio de risco, que havia atingido 8,1p.p. em 2018, cai para valor negativo em 2020 (-0,7p.p.).

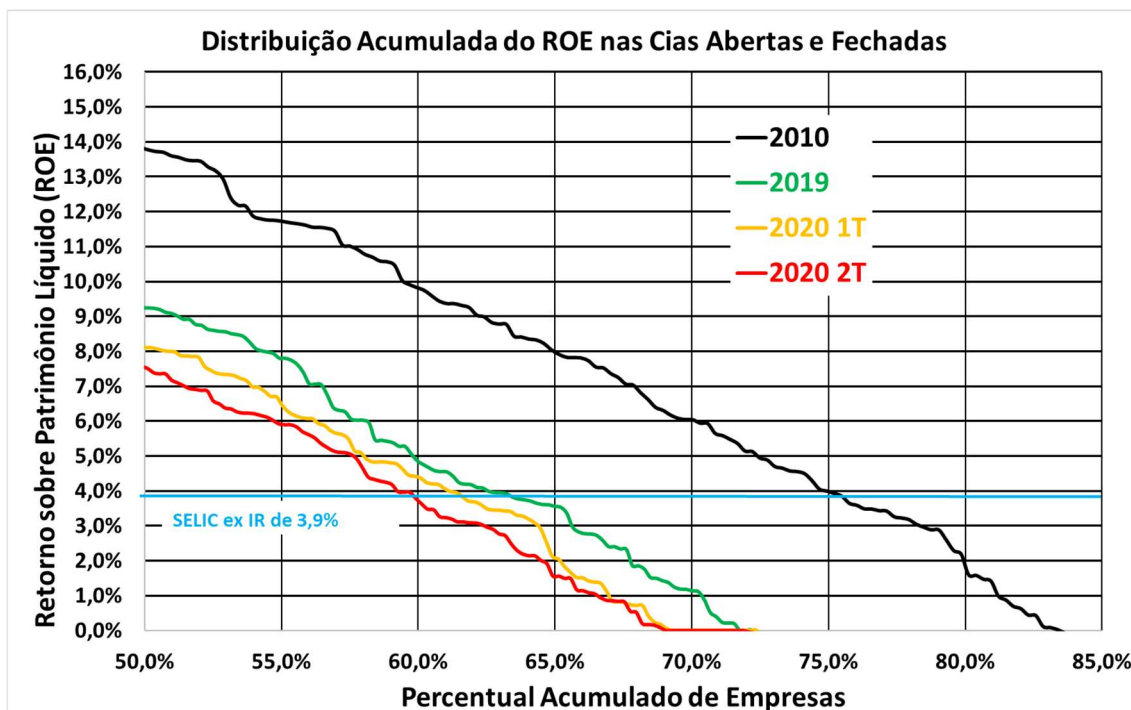
GRÁFICO 10



Essa tendência observada nas taxas médias de rentabilidade ao acionista (ROE) em relação a uma aplicação em títulos públicos reflete um deslocamento negativo da distribuição das taxas de retorno (ROE) das empresas da amostra. O **Gráfico 11** permite observar esse deslocamento, em que a distribuição estimada para o ano terminado em 2T2020 é a que mais se distancia para a esquerda em relação à distribuição do ano de 2010, o melhor período da série.

Verifica-se que em 2010, 75% das empresas ofereciam uma taxa de retorno ao acionista superior aos 3,9% a.a. de uma aplicação à taxa Selic. No ano terminado em 2T2020, apenas 59% oferecem resultado semelhante.

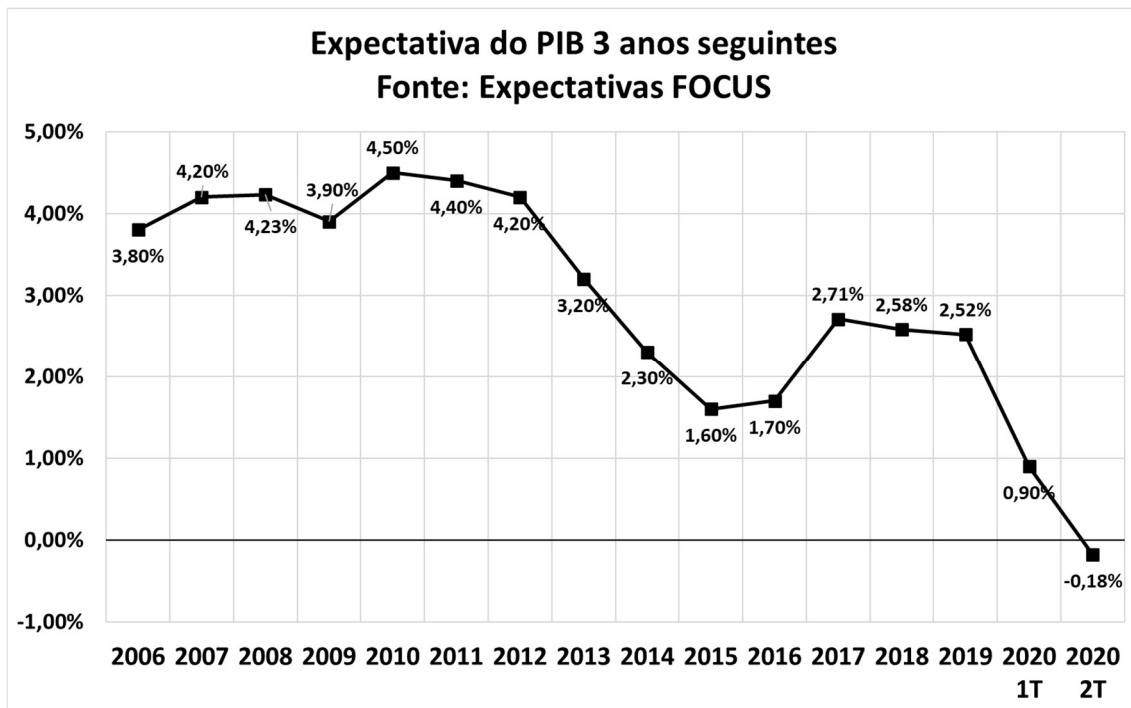
GRÁFICO 11



6.3 Outros fatores: capacidade ociosa, expectativa de crescimento da demanda, confiança e incerteza

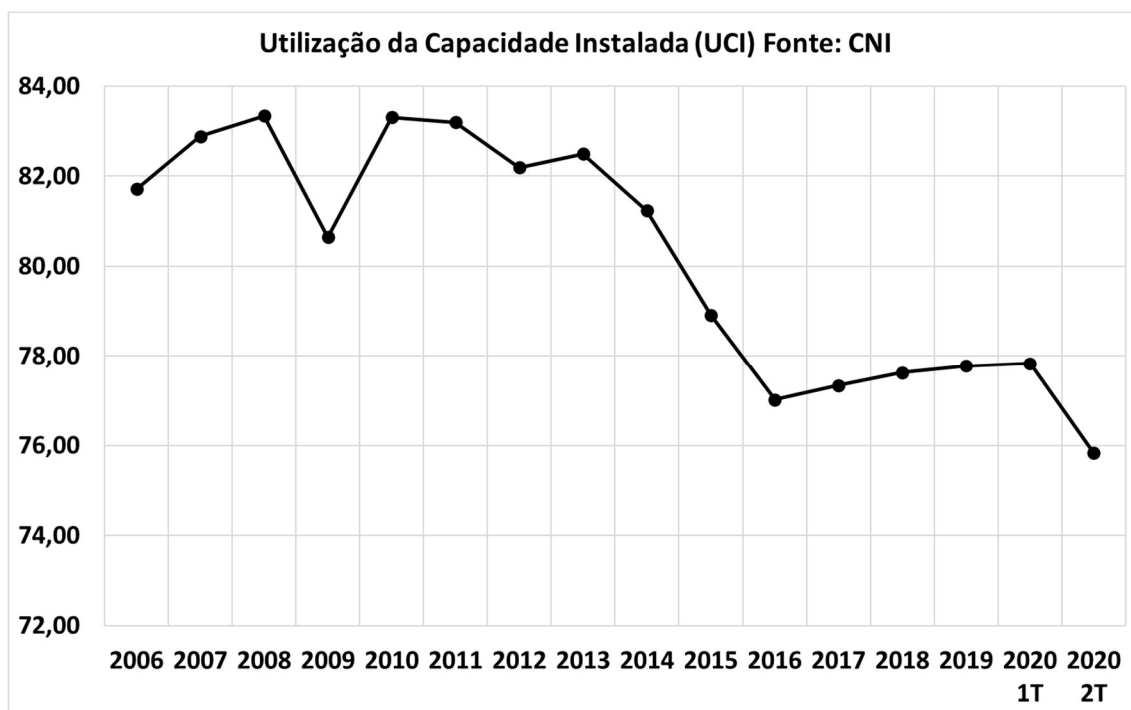
A expectativa de crescimento da demanda (PIB) três anos adiante do ano de referência tem demonstrado ser fator relevante na decisão de investir das empresas em estudos anteriores do CEMEC-FIPE-FIPE. Como se vê no **Gráfico 12**, essa expectativa que já vinha em queda no início de 2020 acentuou esse movimento no segundo trimestre, atingindo valor negativo de -0,18%a.a. para o crescimento médio dos próximos três anos.

GRÁFICO 12



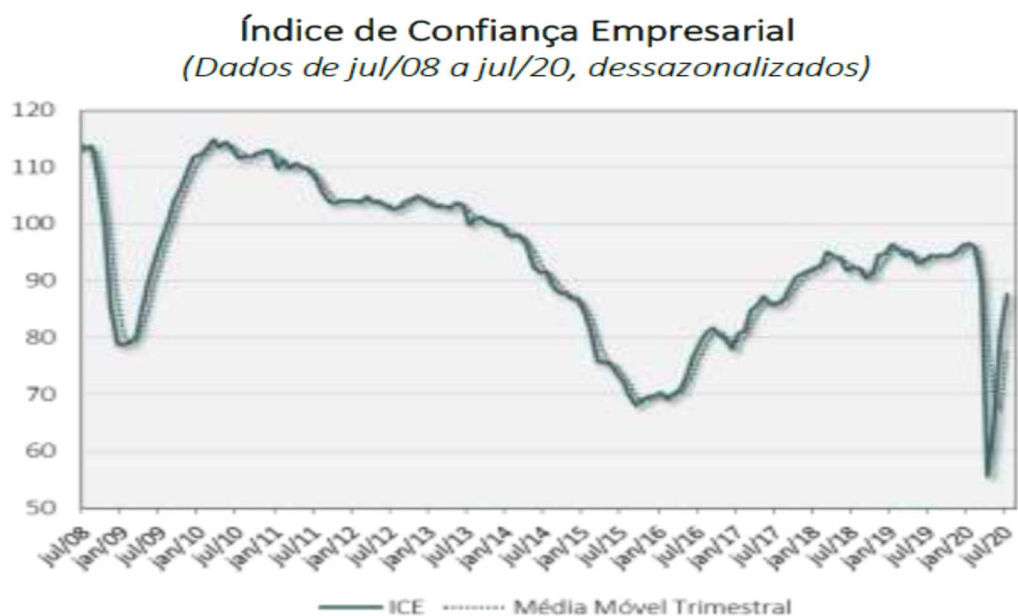
Essa expectativa de crescimento da demanda é especialmente importante para a decisão de investir na existência de altos níveis de capacidade ociosa. O **Gráfico 13** mostra que o nível de utilização de capacidade industrial, com tendência de crescimento até o início de 2020, tem queda acentuada no segundo trimestre.

GRÁFICO 13



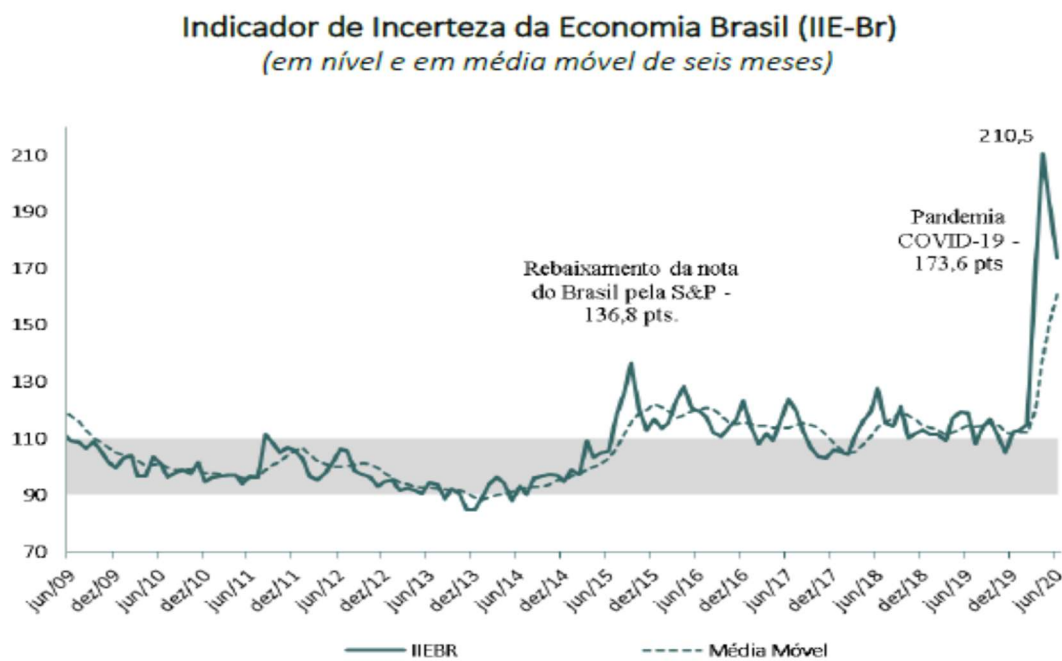
Em 2020 ocorre significativa recuperação de confiança empresarial logo após o período mais intenso da crise da Covid-19, como se observa no **Gráfico 14**, mas em julho o índice ainda é consideravelmente inferior ao observado em 2018 e 2019,

GRÁFICO 14



Movimento semelhante pode ser observado no **Gráfico 15**, onde se vê esse movimento de recuperação no índice de incerteza, mas mantendo ainda nível excepcionalmente elevado na comparação com a série histórica.

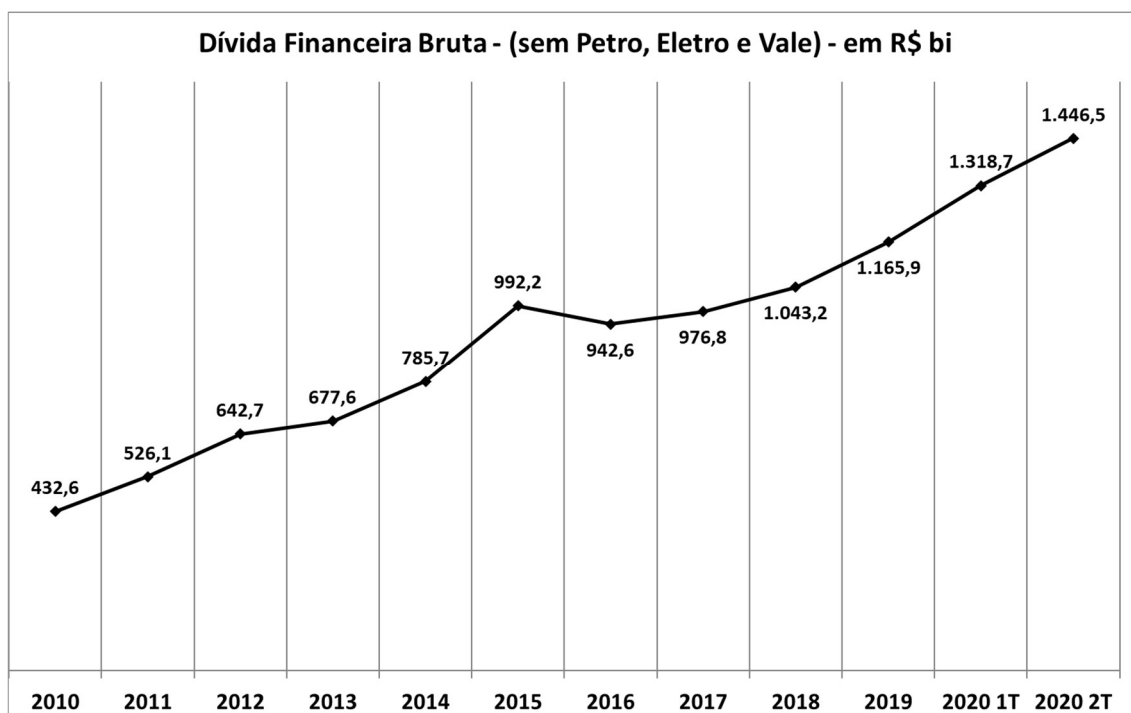
GRÁFICO 15



7. Situação financeira das maiores empresas: aumentam a dívida e as despesas financeiras, mas impacto é moderado sobre indicadores de solvência e liquidez

A dívida financeira bruta das empresas da amostra **sem Petrobras, Eletrobras e Vale** em junho de 2020 tem aumento de 24,1% em relação ao valor observado em dezembro de 2019, como se vê no **Gráfico 16**.

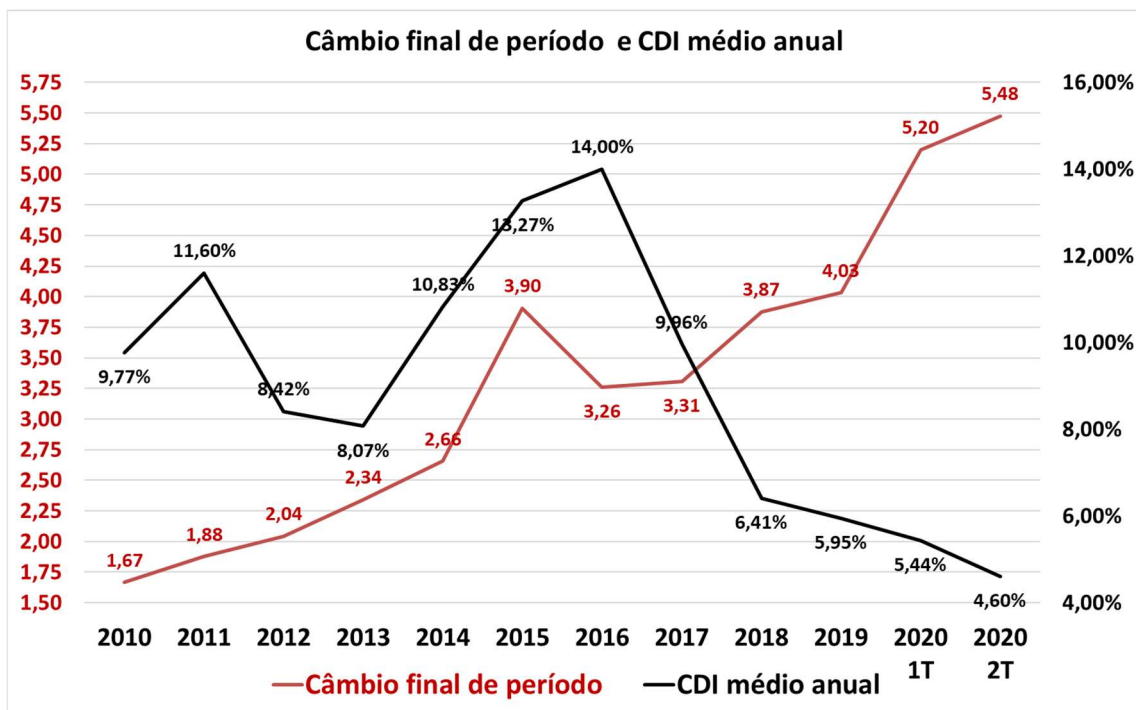
GRÁFICO 16



Como já foi destacado em recente trabalho do CEMEC-FIPE⁵, além do aumento das operações de crédito bancário, favorecido pelas medidas emergenciais de aumento da liquidez adotadas pelo Bacen a partir de março de 2020, esse aumento da dívida bruta das empresas resulta do impacto da desvalorização cambial sobre o valor em reais da dívida denominada em moeda estrangeira. O **Gráfico 17** mostra a evolução recente dois principais indexadores das dívidas financeiras das empresas, a taxa de câmbio e as taxas de juros do CDI.

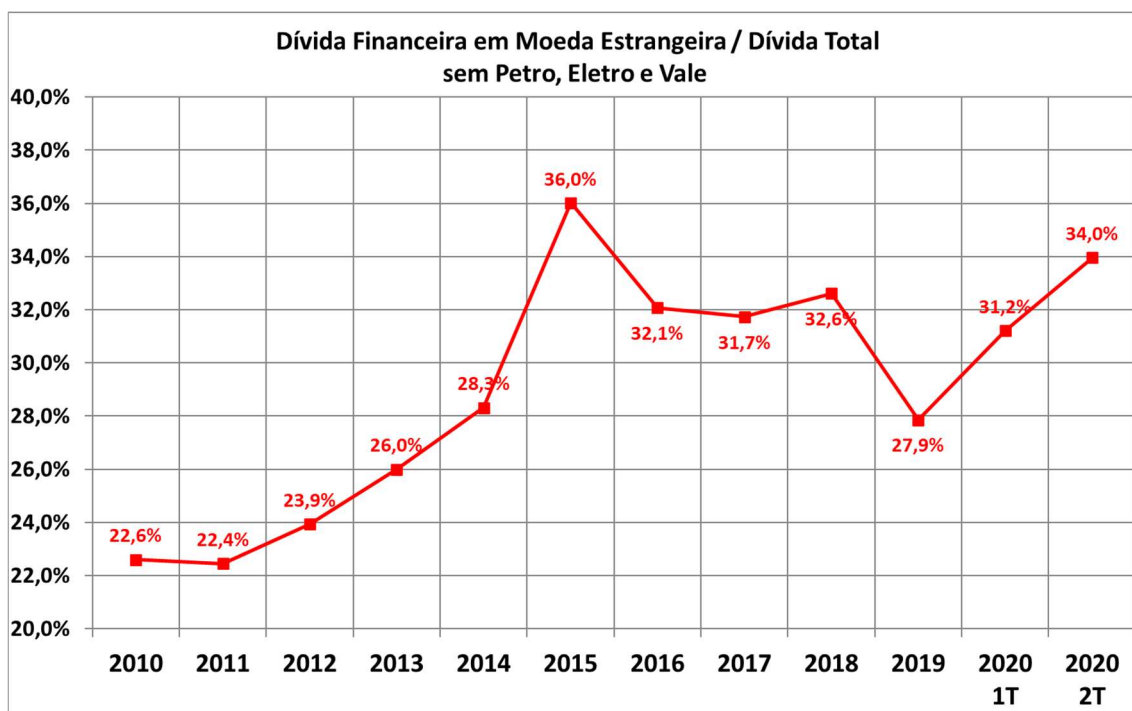
⁵ Nota CEMEC-FIPE 06/2020 – Impacto da crise da Covid-19 no financiamento das empresas – Junho de 2020

GRÁFICO 17



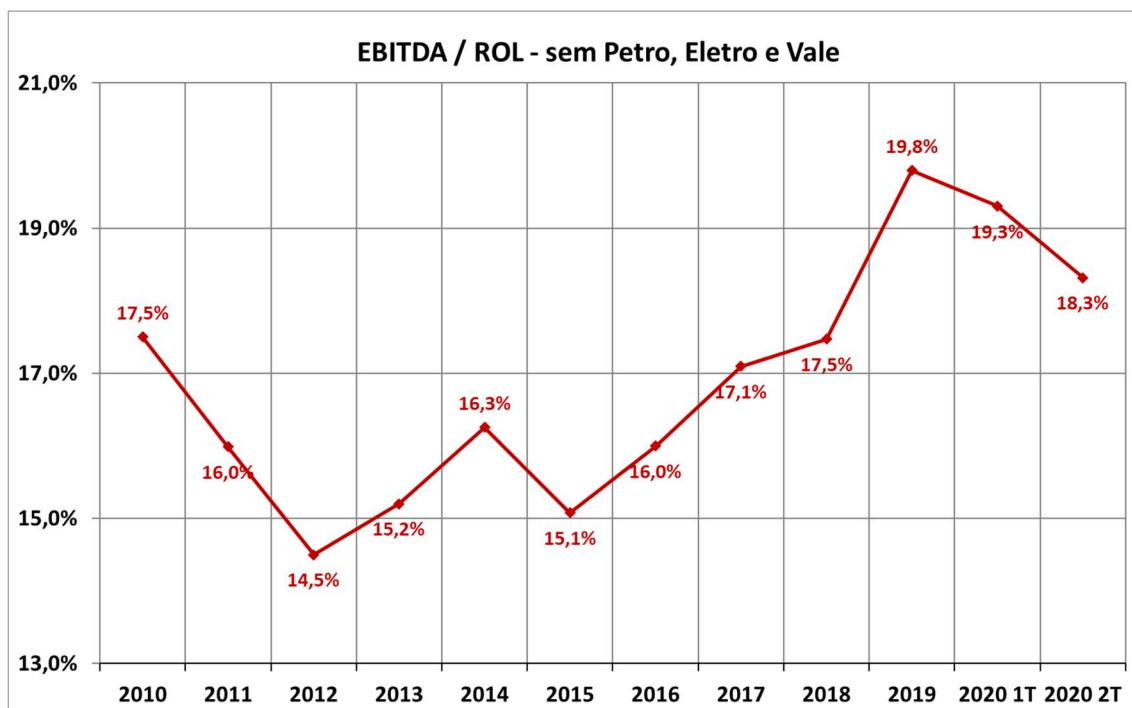
O Gráfico 18 mostra o aumento de participação do saldo da dívida em moeda estrangeira na dívida total das empresas em relação a 12/2019, aumento esse integralmente devido ao aumento da taxa de cambio, de vez que o saldo da dívida em moeda estrangeira não aumentou.

GRÁFICO 18



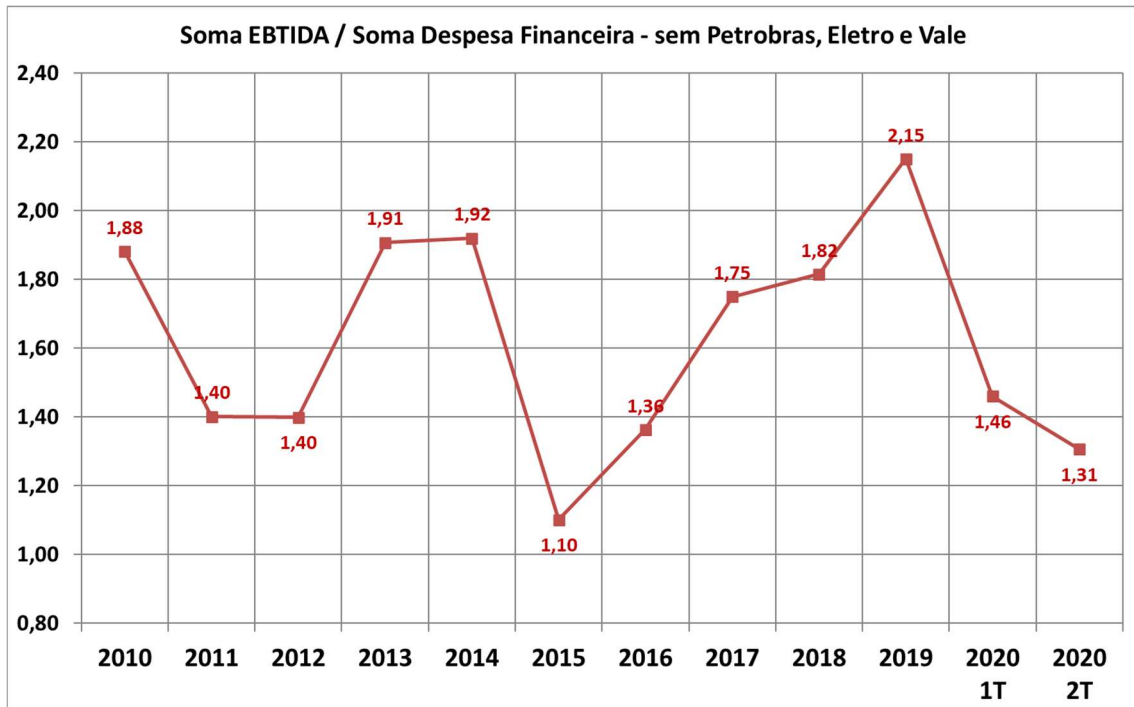
Além da queda de vendas, ocorreu no ano terminado em 2T2020 redução do coeficiente de geração de caixa por unidade de venda, dado pela relação EBITDA/ROL apresentada no **Gráfico 19**.

GRÁFICO 19



Apesar do aumento do saldo da dívida e a redução da geração de caixa, o indicador agregado de cobertura de despesas financeiras, dado pela relação EBITDA/DF, tem queda acentuada, de 2,15 em 12/2019 para 1,31 em 06/2020, mas se situa ainda em valor superior ao observado em 2015 (**Gráfico 20**). Levando em conta a intensidade da recuperação de produção e vendas observada na maioria dos setores no terceiro trimestre, existem razões para acreditar em variação positiva desse indicador agregado daí por diante. É importante lembrar que o impacto da crise foi extremamente diferenciado entre setores e até entre empresas do mesmo setor, fazendo com que essas limitações devam ser levadas em conta na utilização de indicadores agregados.

GRÁFICO 20



Como se vê **Gráfico 21**, a proporção de empresas grandes com endividamento considerado excessivo ($D\acute{e}bita\ líquida/EBITDA > 5$) elevou-se de 17,3% em dezembro de 2019 para 25,4% em junho de 2020, nível próximo do observado em 2016.

GRÁFICO 21

