



NOTA CEMEC FIPE 12/2022

RENTABILIDADE DAS EMPRESAS ABERTAS¹ MANTEM TENDÊNCIA DE QUEDA EM 3T2022

DEZEMBRO DE 2022

¹ Com base nas Demonstrações Financeiras do terceiro trimestre de 2022

ÍNDICE

1. SUMÁRIO	3
2. TENDÊNCIA DE QUEDA DA MARGEM LÍQUIDA EM 2022 PROVAVELMENTE SE MANTÉM NOS PRÓXIMOS TRIMESTRES	5
3. QUEDA DA TAXA DE RETORNO DO CAPITAL TOTAL INVESTIDO (ROIC) ABAIXO DO CUSTO DO CAPITAL (WACC) INDICA SITUAÇÃO MENOS FAVORÁVEL PARA INVESTIMENTOS	11
4. EMPRESAS GRANDES AINDA TEM SITUAÇÃO FINANCEIRA CONFORTÁVEL; AUMENTA PORCENTAGEM DE EMPRESAS PEQUENAS E MÉDIAS COM PROBLEMAS FINANCEIROS	12
5. CONCLUSÕES	20
6. EQUIPE TÉCNICA	22

1. SUMÁRIO

No nível macroeconômico, o ano de 2022 deu sequência ao ciclo de recuperação que se seguiu ao choque recessivo da pandemia da COVID 19, iniciado já no terceiro trimestre de 2020, que resultou num crescimento de 5,0% do PIB em 2021 e provavelmente 3% em 2022. Esse crescimento defrontou-se com o comprometimento das cadeias de oferta e aceleração da inflação, levando ao início de um novo ciclo restritivo da política monetária com a elevação da taxa SELIC a partir de março de 2021. Além da aceleração da inflação, o choque de preços de commodities da Guerra da Ucrânia teve por resultado mudanças dramáticas de preços relativos e a elevação das taxas reais de juros. Nesses anos as empresas tiveram que lidar com fortes pressões de custos, elevação dos preços de matérias primas básicas, deficiências da oferta de insumos, significativa elevação dos custos financeiros e, mais recentemente, aumento de salários reais, como resultado de acentuada queda dos índices de desemprego.

O objetivo desta Nota é verificar em que medida o desempenho econômico e a situação financeira das empresas abertas foram afetadas por esse cenário de alta volatilidade macroeconômica, com fortes flutuações de demanda, preços relativos e disponibilidade de insumos e da elevação da taxa SELIC de 2,0% a.a. para 13.75% a.a. São utilizados os dados de demonstrações financeiras de 438 empresas abertas, atualizadas até o terceiro trimestre de 2022, sendo 326 empresas grandes, 69 empresas médias e 43 empresas pequenas².

A análise da evolução do resultado econômico do agregado das empresas abertas sugere a caracterização de dois ciclos. O primeiro, que vai desde o início da recuperação econômica pós-pandemia no terceiro trimestre de 2020 até o primeiro trimestre de 2022, é caracterizado por grande aumento da receita nominal de vendas, impulsionado pelo aumento de preços de venda que subiram mais que o custo unitário trabalho, com o resultado de aumentar as margens brutas e líquidas sobre vendas. Com isso e a permanência de custos financeiros médios ainda relativamente baixos, as taxas de retorno

² Empresas grandes tem faturamento anual superior a R\$ 300 milhões, empresas médias entre R\$ 90 milhões e R\$ 300 milhões e pequenas abaixo de R\$90 milhões.

do capital total investido (ROIC) atingem os maiores níveis desde 2010, cerca de 5p.p. acima do custo médio (WACC) do capital.

No segundo ciclo, até o ano terminado no terceiro trimestre de 2022, a elevação do custo unitário do trabalho acima do aumento de preços leva à redução das margens brutas e líquidas sobre vendas, combinada com elevações adicionais do custo financeiro, do que resulta a redução da taxa de retorno do capital total investido (ROIC) para valor inferior ao custo médio do capital (WACC).

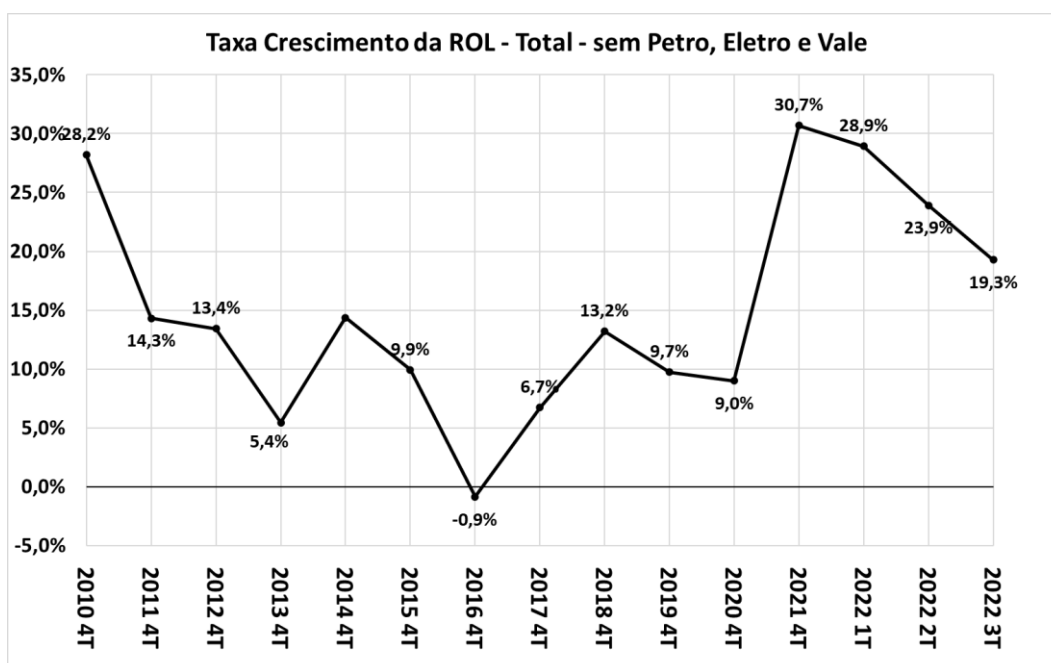
Todos os indicadores agregados de situação financeira das empresas abertas no terceiro trimestre de 2022 mostram evolução negativa, não obstante ainda se situem em níveis favoráveis. O nível de alguns indicadores para empresas de menor porte e especialmente no caso de empresas pequenas e medias constituem pontos de atenção, dado que mais da metade tem geração negativa de caixa.

Não obstante o elevado grau de incerteza sobre o cenário macroeconômico de 2023, parece razoável admitir a hipótese de continuidade da queda das taxas de rentabilidade do conjunto das empresas aberta nos próximos trimestres de 2023.

2. TENDÊNCIA DE QUEDA DA MARGEM LÍQUIDA EM 2022 PROVAVELMENTE SE MANTÉM NOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

Como se observa no **Gráfico 01**, depois de atingir crescimento anual da ordem de 30% no ano de 2021 a receita líquida nominal das empresas abertas apresenta taxas anuais de crescimento decrescentes ao longo de 2022 até atingir 19,3% no ano terminado no terceiro trimestre.

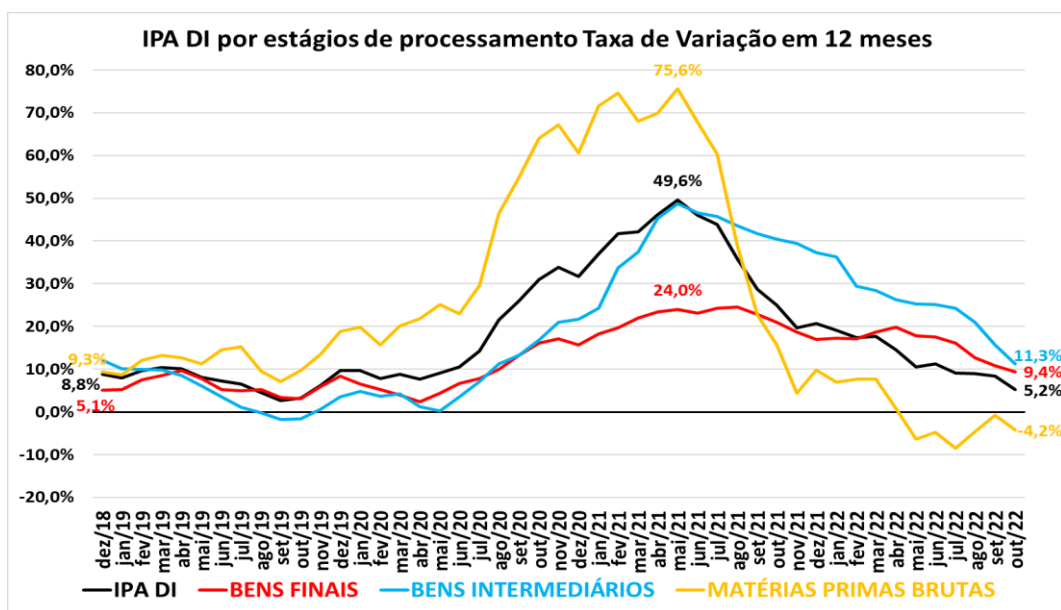
GRÁFICO 01



Esses aumentos da receita nominal de vendas refletem principalmente as grandes variações de preços de matérias primas básicas e que se difundiram por toda a cadeia de oferta, como se observa no **Gráfico 02**. Verifica-se que o índice de preços ao produtor (IPP) de preços industriais, que respondem por mais da metade da amostra³, apresenta grandes variações em 2021 e 2022. Em outubro de 2022 o IPP tem crescimento anual de apenas 5,2%, que se compara com um aumento anual máximo de 49,6% em meados de 2021.

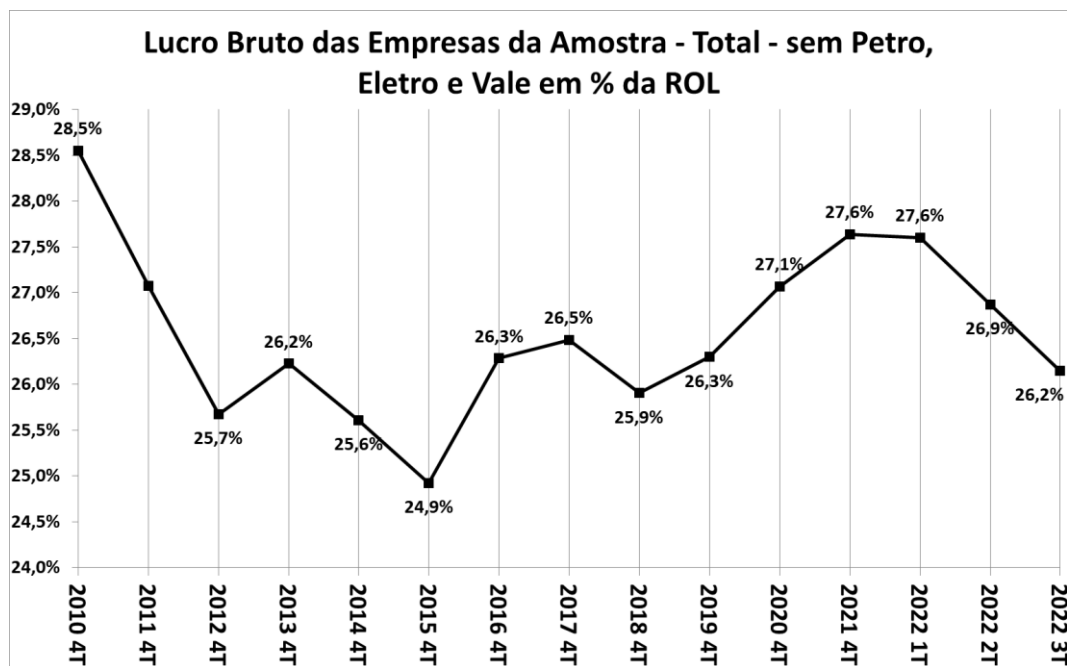
³ A amostra exclui Petrobras e Vale, cujos preços estão classificados como “matérias primas brutas” no Gráfico 02.

GRÁFICO 02



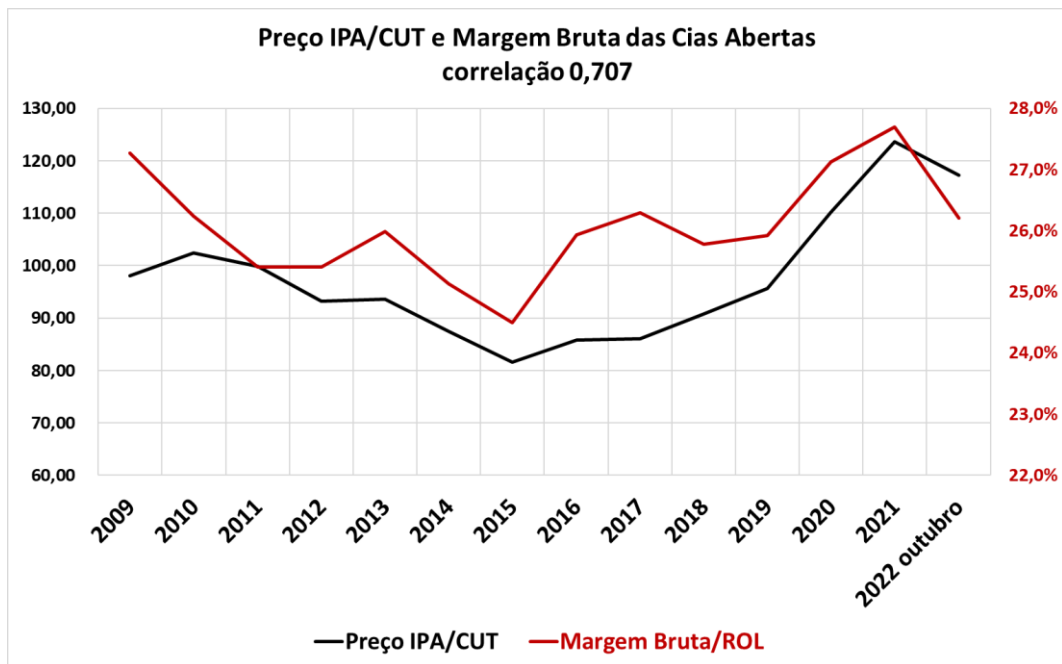
Os números mostram a ocorrência de uma queda considerável da margem bruta sobre vendas ao longo de 2022. Como se vê no **Gráfico 03**, a margem de lucro bruto caiu de 27,6% em 2021, para 26,2% no ano terminado no terceiro trimestre de 2022, nível praticamente igual ao observado em 2019 (26,3%) último ano antes dos choques da pandemia e dos preços.

GRÁFICO 03



Uma análise da evolução da margem bruta sobre vendas das empresas abertas desde 2009 mostra a existência de elevada correlação dessa margem com a relação entre o IPA e o custo unitário do trabalho, como é evidenciado no **Gráfico 04**. A hipótese é a de que parcela substancial do ganho de margens brutas entre 2019 e 2021 é gerada por um aumento dos preços de venda (IPA) acima do custo unitário do trabalho (CUT). O aumento de preços no mercado doméstico tem sido induzido pelo aumento de preços internacionais e da taxa de câmbio, comparativamente com aumentos de salários moderados pelo elevado nível de desemprego, criando condições para o aumento de margens. Em 2022, esse aumento de margem é revertido quando o custo unitário do trabalho passa a crescer mais que os preços de venda, como se vê no último período do **Gráfico 04**.

GRÁFICO 04



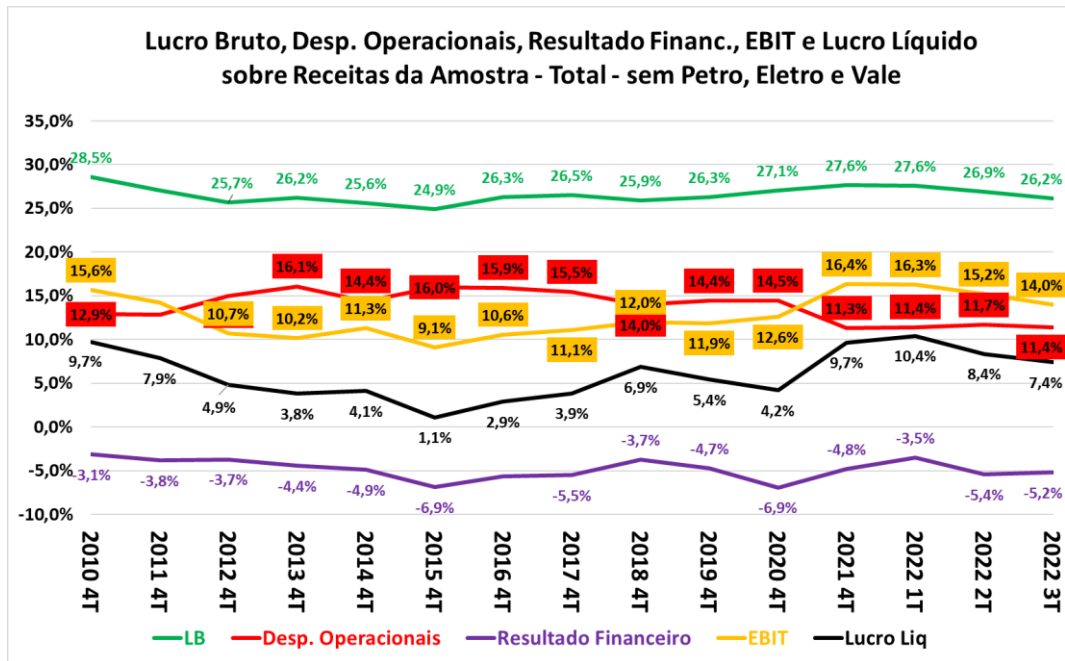
Existem razões para acreditar na manutenção dessa tendência negativa da margem bruta nos próximos trimestres. A moderação e até queda do preço de commodities, induzida também pela recomposição das cadeias de oferta e redução da demanda gerada pela queda de crescimento das principais economias, defronta-se agora com uma tendência de aumento de salários, induzida também pela forte redução da taxa de desemprego. Dados da pesquisa Salariômetro da Fipe mostram que ao longo de 2022 ocorre aumento continuado da proporção de acordos convenções com ajustes salariais acima do INPC, porcentagem essa que era inferior a 40% no primeiro semestre, saltou para 67,8% em outubro e para 63% segundo os dados preliminares de novembro⁴.

O **Gráfico 05** permite analisar o impacto de cada componente sobre a evolução da margem líquida (lucro líquido) sobre vendas. Verifica-se que margem de lucro líquido sobre vendas no ano terminado em 3T2022, de 7,4% é 3p.p. inferior aos 10,4%, observados no ano 1T2022. Os principais componentes dessa queda são a redução de

⁴ Outros indicadores apontam na mesma direção. Dados da CNI mostra que o aumento anual do rendimento real médio da indústria, que apresentava valores próximos de zero até junho, se elevam até atingir (+) 7,6% em outubro de 2022; por sua vez, os índices do custo de construção (INCC) mostram que o aumento anual do custo de mão de obra em 2022, de 11,00%, tem superado o aumento de preços de materiais, equipamentos e serviços, de 7,07%.

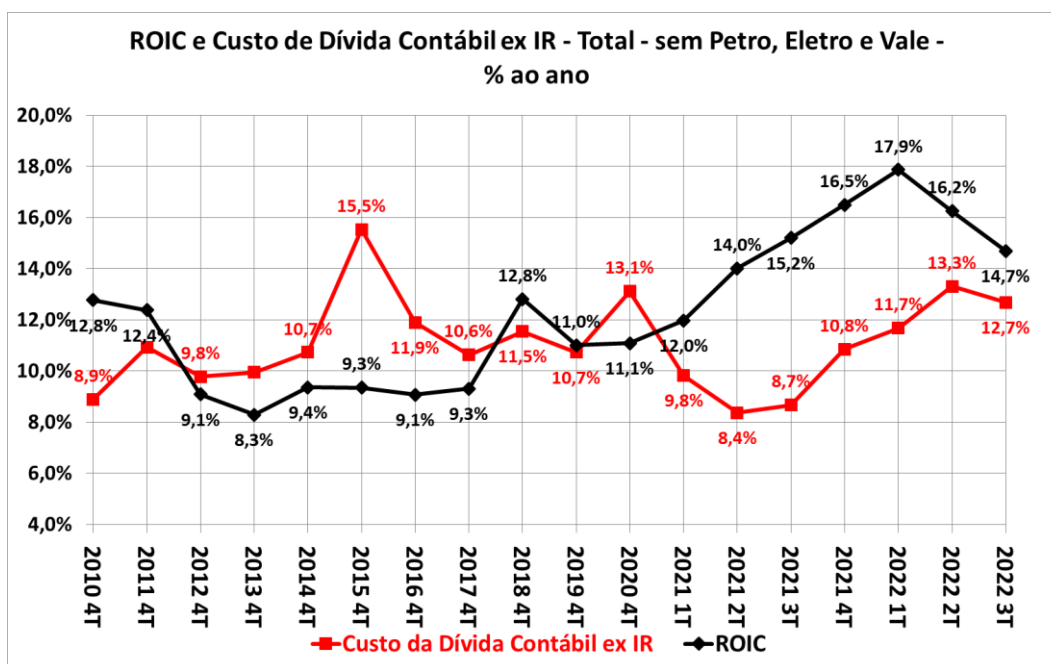
2,3 p.p. do resultado operacional (EBIT) e o aumento de 1,7 p.p. do resultado financeiro, o que leva a uma redução de LAIR de 4 p.p.

GRÁFICO 05



Apesar da elevação do custo da dívida, verifica-se que no ano terminado no terceiro trimestre de 2022, o conjunto das empresas abertas tem mantido ganhos de alavancagem financeira, de vez que a taxa de retorno do capital total investido continua superando esse custo. Como se observa no **Gráfico 06**, a taxa ROIC supera o custo contábil da dívida desde o ano terminado no primeiro trimestre de 2021, muito embora a diferença entre as duas taxas se reduza a apenas 2,0p.p. no ano 3T2022.

GRÁFICO 06

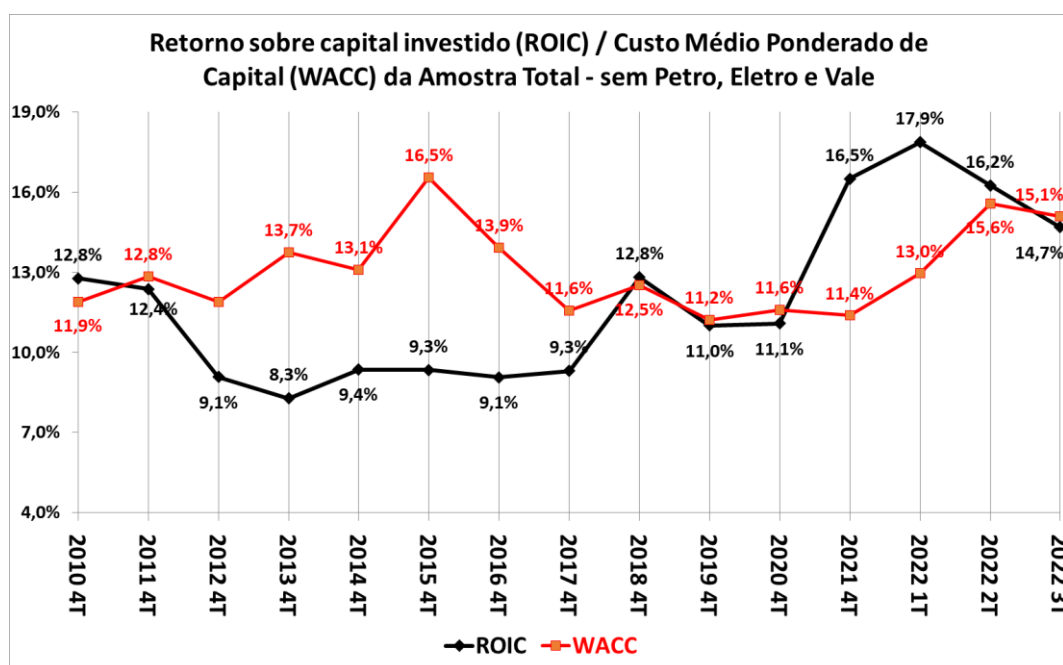


A expectativa que parece a mais provável é a de continuidade da queda da taxa de retorno do capital total investido (ROIC) nos próximos trimestres, como resultado da tendência negativa de margens brutas e líquidas, e provável manutenção de custos de dívida elevados. Desse modo, é razoável supor a tendência de redução dos ganhos de alavancagem, tendência essa que pode até reverter esse resultado, dependendo principalmente da magnitude da queda do ROIC, dadas as projeções de manutenção das taxas de juros elevadas, pelo menos até o terceiro trimestre de 2023.

3. QUEDA DA TAXA DE RETORNO DO CAPITAL TOTAL INVESTIDO (ROIC) ABAIXO DO CUSTO DO CAPITAL (WACC) INDICA SITUAÇÃO MENOS FAVORÁVEL PARA INVESTIMENTOS

Como se observa no **Gráfico 07**, no ano terminado no terceiro trimestre de 2022, a taxa de retorno do capital total investido (ROIC) cai para nível inferior ao custo médio ponderado do capital no agregado das empresas abertas. Trata-se de evolução menos favorável aos investimentos, apesar das limitações do significado desse indicador calculado no nível agregado de todas as empresas abertas e da importância das expectativas de resultados futuros nas decisões de investir.

GRÁFICO 07

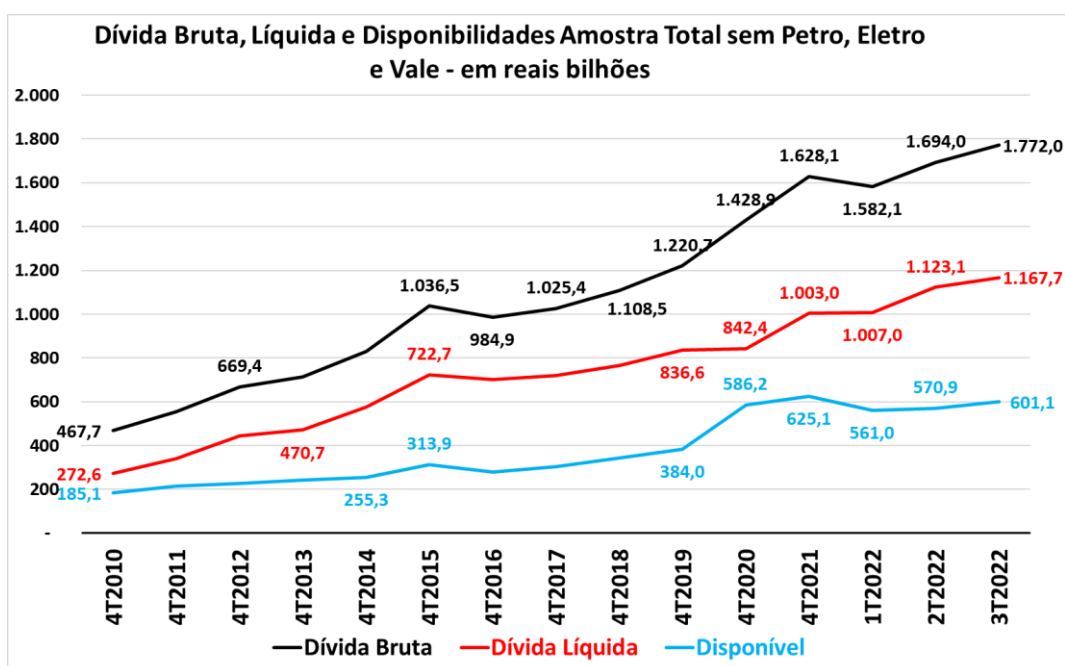


Nesse contexto, a continuidade da tendência de queda de margens e da taxa de retorno do capital investido nos próximos trimestres, combinada com a provável manutenção de custos de capital elevados pelo menos até o fim de 2023, pode induzir pelo menos um movimento de postergação de investimentos por parte das empresas abertas.

4. EMPRESAS GRANDES AINDA TEM SITUAÇÃO FINANCEIRA CONFORTÁVEL; AUMENTA PORCENTAGEM DE EMPRESAS PEQUENAS E MÉDIAS COM PROBLEMAS FINANCEIROS

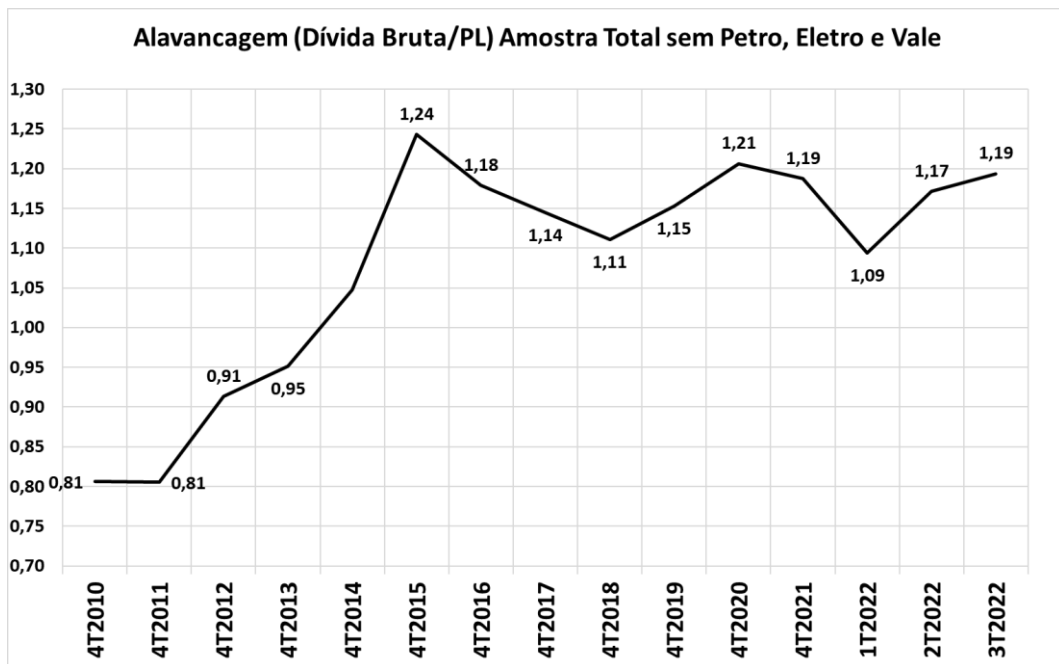
A dívida líquida consolidada de todas as empresas abertas tem aumento de 16,4% ou R\$ 164,7 bilhões relação a dezembro de 2021, de vez que o aumento de dívida bruta de R\$ 143,9 bilhões, ou (+) 8,8% foi acompanhada de uma redução de R\$ 24,0 bilhões nas disponibilidades. No **Gráfico 08**, verifica-se que a dívida bruta em setembro de 2022 é de R\$ 1.772,0 bilhões para uma dívida líquida de R\$ 1.167,7 bilhões.

GRÁFICO 08



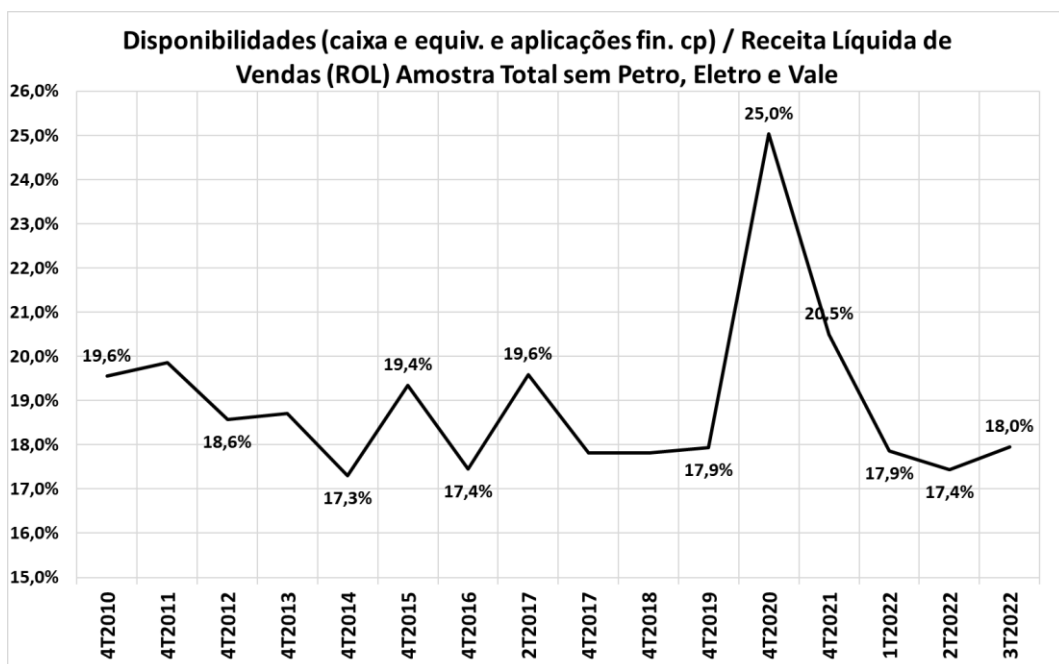
A alavancagem, medida pela relação entre dívida financeira e capital próprio em setembro de 2022, se eleva para 1,19, mantendo nível próximo aos observados desde 2015, como se observa no **Gráfico 09**. Esse índice de alavancagem é consideravelmente superior ao observado entre 2010 e 2014, e mostra que o conjunto das empresas abertas têm usado a alavancagem para aumentar a taxa de retorno do capital próprio, como se vê no **Gráfico 06**, pelo menos a partir de 2018, quando a taxa de retorno se aproxima do custo líquido da dívida e a partir de 2021 abre uma diferença positiva.

GRÁFICO 09



O **Gráfico 10** mostra que uma vez ultrapassada a incerteza da pandemia, que levou a uma forte acumulação de caixa, as empresas retornaram ao padrão histórico da relação entre disponibilidade e receita de vendas.

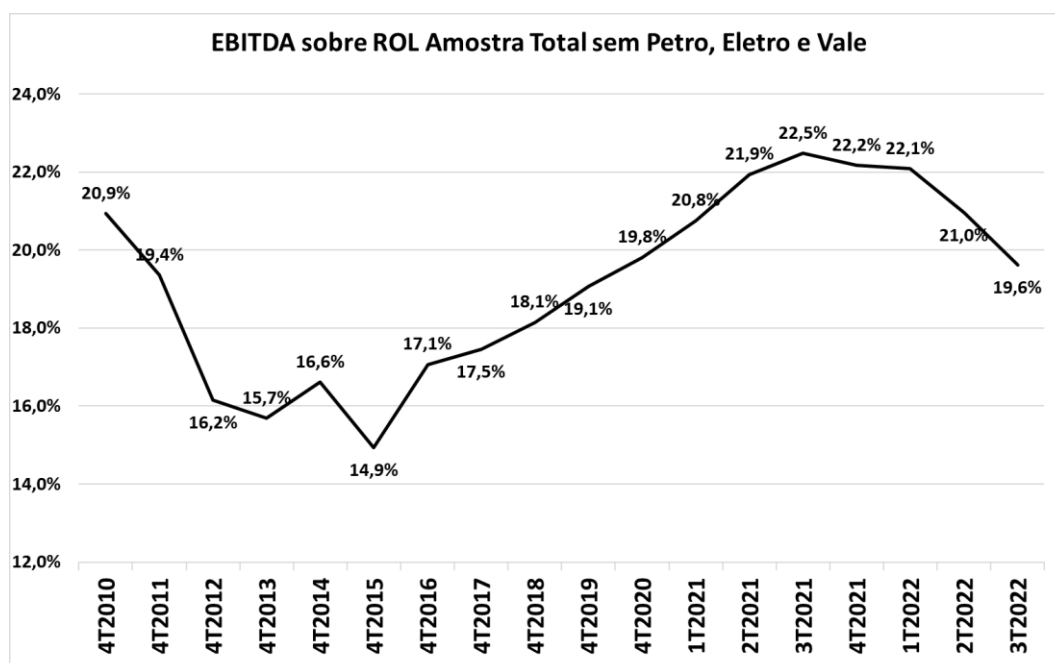
GRÁFICO 10



Um coeficiente importante que se reflete nos principais indicadores da situação financeira das empresas é a geração de caixa por unidade de receita líquida de vendas, ou seja, EBITDA/ROL. Como se observa no **Gráfico 11**, a evolução desse coeficiente, que havia atingido seu valor máximo de 22,5% no ano terminado no terceiro trimestre de 2021, apresenta queda acentuada especialmente nos períodos terminados no segundo e terceiro trimestres de 2022, com queda de quase 3p.p., até 19,6%.

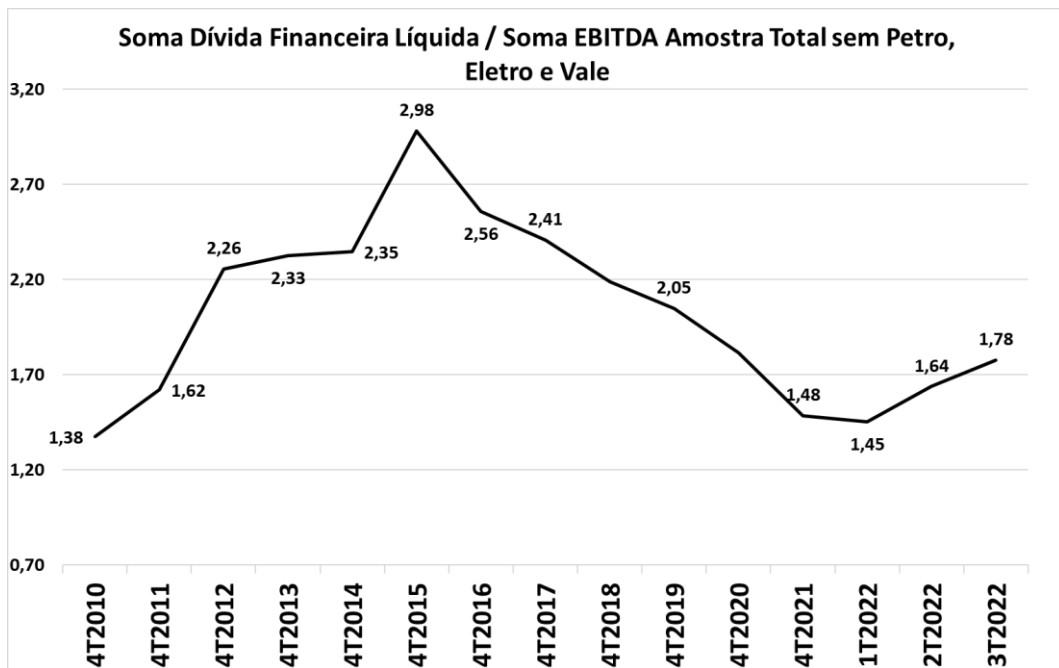
Trata-se de movimento que resulta basicamente da queda de margens brutas, e cuja tendência nos próximos trimestres deve acompanhar a expectativa de redução dessas margens.

GRÁFICO 11



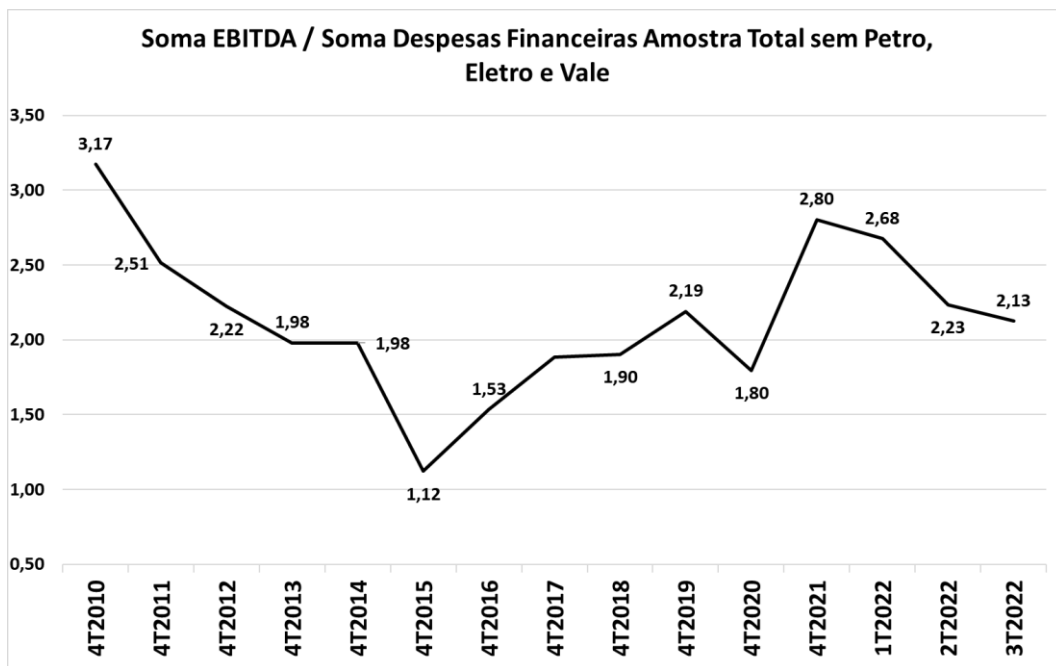
Como resultado desses movimentos, o indicador de endividamento que compara a dívida líquida com o conceito contábil de geração de caixa (EBITDA) mostra elevação em sequência ao aumento já observado no segundo trimestre. Pode-se verificar no **Gráfico 12** que apesar da tendência de elevação o valor desse coeficiente para 1,78, situa-se abaixo do observado em dezembro de 2020, e ainda é um dos menores da série desde 2010.

GRÁFICO 12



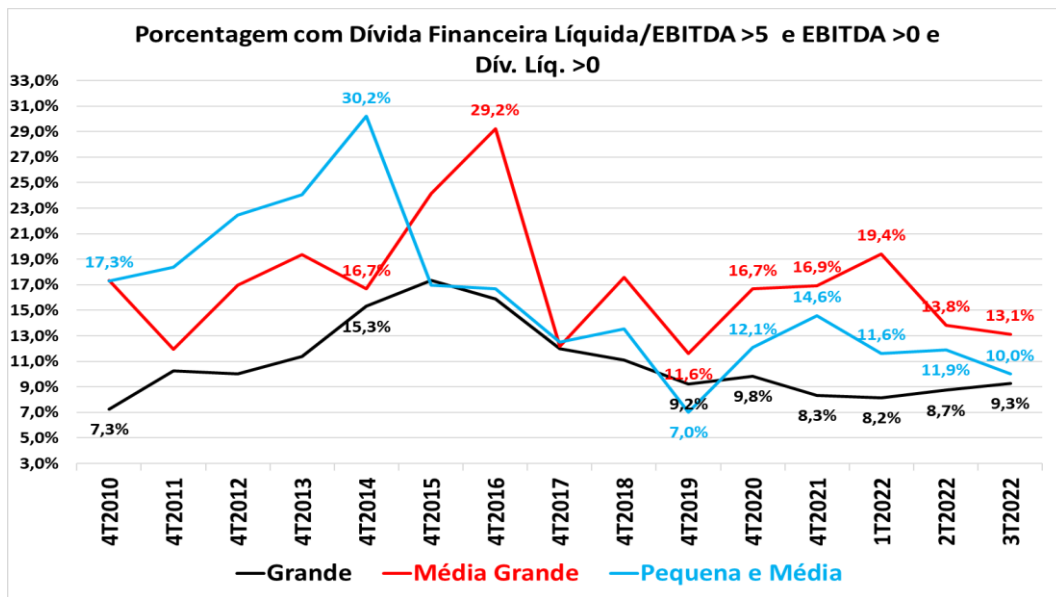
O índice que compara a geração de caixa com as despesas financeiras, de 2,13 em 3T2022, apresentado no **Gráfico13**, mantém a tendência de queda observada desde o maior índice de 2,80 observado no fim de 2021, mas é nível ainda favorável e semelhante ao de 2019.

GRÁFICO 13



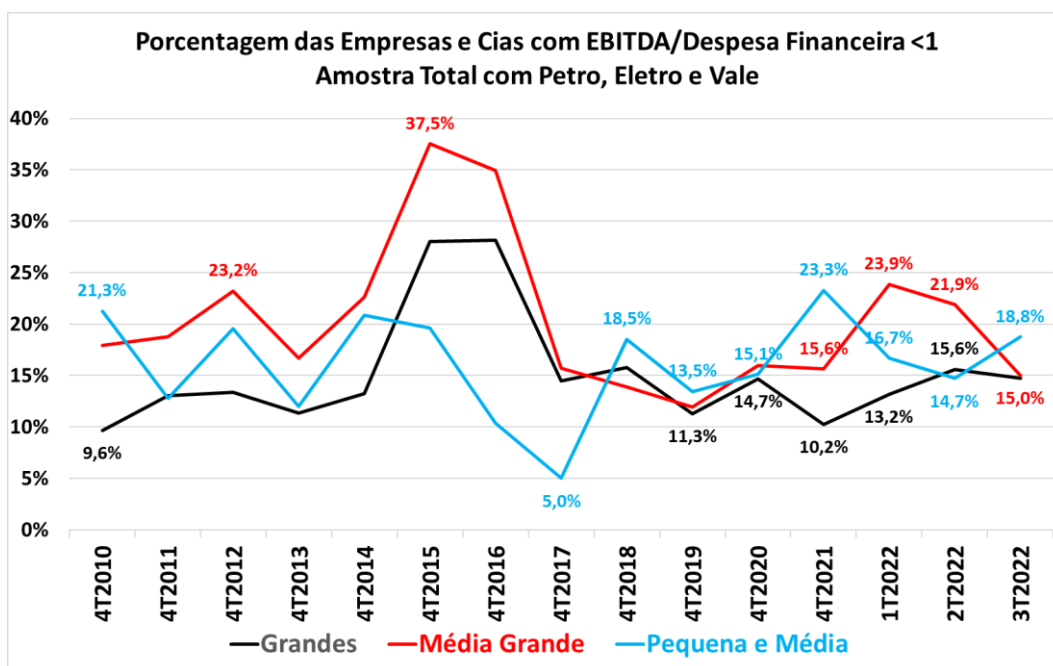
Os números que refletem a porcentagem de empresas abertas da amostra que apresentam endividamento excessivo, classificadas em três classes de tamanho. Como se vê no **Gráfico 14**, a partir do primeiro trimestre de 2022, as porcentagens de empresas médias e pequenas nessa situação estão em queda, não obstante ainda estejam acima dos percentuais observados em 2019. Já a porcentagem de empresas grandes com excesso de endividamento cresce ao longo do ano, de 8,2% para 9,3%, retornando praticamente à mesma situação de 2019.

GRÁFICO 14



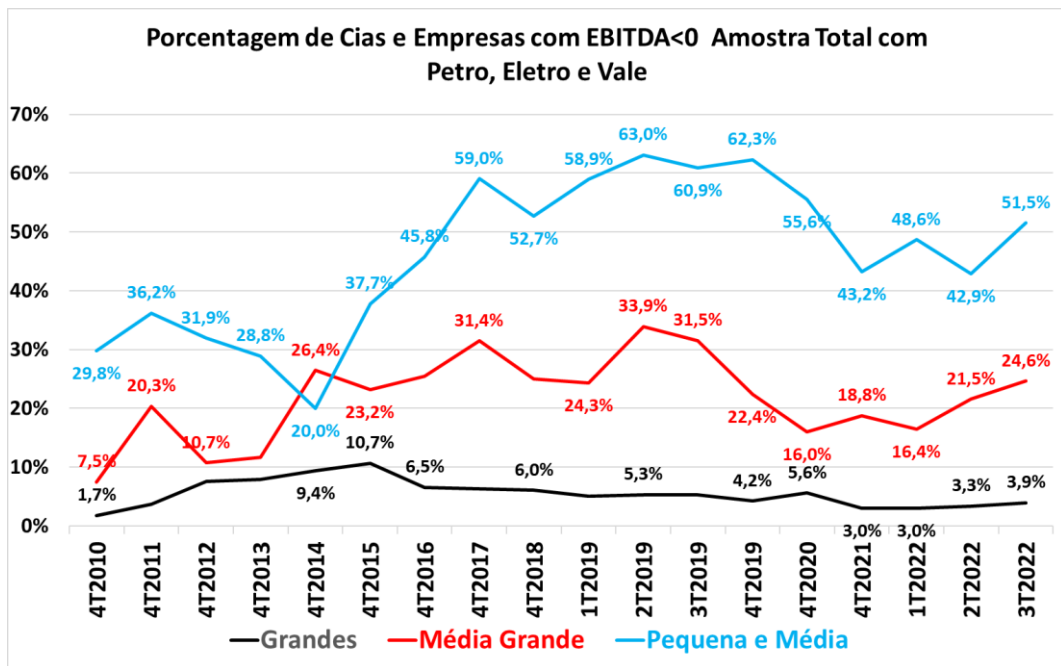
O **Gráfico 10** mostra que a porcentagem de empresas pequenas e médias cuja geração de caixa no ano terminado no terceiro trimestre de 2022 foi insuficiente para cobrir suas despesas financeiras cresce para 18,8%, nível consideravelmente superior aos 13,5% de 2019. Chama a atenção também o aumento para 15% da porcentagem de empresas grandes nessa situação, nível consideravelmente superior aos 11,3% de 2019 e 10,2% de 2021.

GRÁFICO 10



Como se vê no **Gráfico 11**, mais da metade (51,5%) das empresas pequenas e médias apresenta geração negativa de caixa, mantendo percentuais extremamente elevados de empresas nessa situação desde a grande recessão. Por sua vez, cerca de ¼ (24,6%) das empresas médias grandes apresentam também EBITDA<0. Não obstante seja uma situação sem condições de permanência, e pode ocorrer em determinados períodos de empresas nascentes ou em processo de reestruturação, somente uma análise mais detalhada poderá gerar uma avaliação dos riscos de liquidez ou solvência associados a cada caso.

GRÁFICO 11



5. CONCLUSÕES

A evolução da rentabilidade e da situação financeira do conjunto das empresas abertas nos últimos três anos refletem basicamente os efeitos de mudanças do cenário macroeconômico sobre o seu desempenho, numa combinação complexa de choques da pandemia e de preços internacionais com ações de política econômica e monetária, que caracterizam pelo menos dois ciclos distintos.

No primeiro ciclo dura pelo menos até o primeiro trimestre de 2022 as taxas de retorno do capital total investido atingem 17,9%, os níveis mais elevados desde 2010, cerca de 5p.p. acima do custo do capital (WACC), favorecidos pelo aumento de margens de lucro bruto e taxas de custos financeiros ainda relativamente baixos.

Ultrapassado o impacto recessivo da pandemia, cujos efeitos foram mitigados pelas medidas emergenciais de sustentação da renda, ampliação da liquidez e queda da taxa de juros, a recuperação econômica iniciada já no terceiro trimestre de 2020 estendeu-se daí por diante, cuja aceleração foi beneficiada pela liberalização das restrições adotadas para limitar o contágio da pandemia⁵. O aumento dos preços de venda, associado à aceleração da inflação observada desde fins de 2020 e que atingiu seu pico em meados de 2021, levou ao aumento da relação entre preços e custo unitário do trabalho, fazendo com que em 2021 e no ano terminado no primeiro trimestre de 2022, a margem de lucro bruto sobre vendas seja a segunda maior desde 2010. Com resultados financeiros favorecidos ainda por taxas de juros ainda relativamente baixas, a taxa de retorno do capital total investido (ROIC) do ano terminado no primeiro trimestre de 2022 atinja 17,9%a.a., o maior nível desde 2010 e cerca de 5p.p. acima do custo médio ponderado do capital (WACC)

O segundo ciclo ocorre ao longo de 2022, a taxa de retorno do capital total investido (ROIC) no ano terminado no terceiro trimestre de 2022 cai para 14,7%a.a., inferior aos 15,1% do custo do capital (WACC), como resultado da queda das margens de lucro bruto e do aumento do custo financeiro.

Nesse período, a queda da relação entre preços de venda e custo unitário do trabalho leva à redução das margens de lucro bruto, ao mesmo tempo em que a elevação das taxas de juros gera aumento adicional dos custos financeiros. Não obstante no ano terminado em

⁵ O crescimento do PIB atingiu 5% em 2021.

3T2022 a margem bruta de 26,2% ainda se mantenha em nível historicamente elevado, a margem de lucro líquido sobre vendas cai 3p.p. (de 10,4% para 7,4%) do que resulta queda da taxa ROIC de 17,9% para 14,1% no ano, inferior aos 15,1% do custo de capital (WACC).

Todos os indicadores agregados de situação financeira das empresas abertas no terceiro trimestre de 2022 mostram evolução negativa, não obstante ainda se situem em níveis favoráveis. Observa-se elevação da alavancagem para 1,19, ao mesmo tempo em que aumenta o índice de endividamento líquido (dívida líquida/EBITDA) para 1,78 e cai o índice de cobertura de despesas financeiras para 2,13. O nível de alguns indicadores para empresas de menor porte e especialmente no caso de empresas pequenas e médias, em que mais da metade tem geração negativa de caixa, constituem pontos de atenção.

Não obstante o elevado grau de incerteza sobre o cenário macroeconômico de 2023, a expectativa de queda do crescimento do PIB, associado à acomodação e queda do preço de commodities com redução do crescimento mundial e permanência de altas taxas de juros torna provável menor crescimento nominal de vendas e a continuidade da queda das taxas de rentabilidade do conjunto das empresas abertas nos próximos trimestres de 2023. Parece razoável admitir a manutenção da tendência de queda dos resultados operacionais sobre vendas já observada ao longo de 2022, além da permanência de alto custo de financiamento.

6. EQUIPE TÉCNICA

Coordenador: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas:

Fernando M. Fumagalli

Marly Paes

Estagiários:

Guilherme Casaca Valdivia

Luccas Garcia

Dúvidas e Comentários:

cemec@fipe.org.br

*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 ou da Fipe. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O Cemec não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

** A publicação foi produzida com as informações existentes em dezembro de 2022.