



NOTA CEMEC

06/2017

**INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO E CAPACIDADE DE
PAGAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS**

2010 A 2017 1T

Julho de 2017

Conteúdo

SUMÁRIO EXECUTIVO	4
1. INTRODUÇÃO: AMOSTRA, CONCEITOS E METODOLOGIA	8
2. IMPACTO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO	15
3. SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS EX-PETROBRAS.....	16
3.1 Indicadores agregados de situação financeira	16
3.1.1 Endividamento	16
3.1.2 Capacidade de pagamento do serviço de dívida.....	21
3.2 Distribuição das empresas por situação financeira	23
3.2.1 Porcentagem das empresas abertas com indicador inferior ao valor de referencia. 23	
3.2.2 Dívida bruta das empresas	25
3.2.3 Mediana dos indicadores	26
3.3 Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento por porte da empresa	27
4. SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS FECHADAS	29
4.1 Indicadores agregados da situação financeira	29
4.1.1 Endividamento	29
4.1.2 Capacidade de pagamento do serviço de dívida.....	33
4.2 Distribuição das empresas por situação financeira	35
4.2.1 Porcentagem das empresas com indicador inferior ao valor de referencia	35
4.2.2 Dívida bruta das empresas	37
4.2.3 Mediana dos indicadores	38
4.3 Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento por porte da empresa	39
5. SITUAÇÃO FINANCEIRA DA AMOSTRA TOTAL: EMPRESAS ABERTAS EX-PETROBRAS E EMPRESAS FECHADAS	41
5.1 Indicadores agregados de situação financeira	41
5.1.1 Endividamento	41
5.2 Distribuição das empresas por situação financeira	45
5.2.1 Porcentagem das empresas com indicador inferior ao valor de referencia	45
5.2.2 Dívida bruta das empresas	46
5.2.3 Mediana dos indicadores	47
5. IMPACTO POTENCIAL SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO.....	49
6. CONCLUSÕES.....	51

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente Técnico: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

SUMÁRIO EXECUTIVO

1. Objetivo:

O objetivo desta Nota CEMEC 06/2017 é dar continuidade à análise da evolução do endividamento e da capacidade de pagamento das empresas não financeiras apresentada nas Notas CEMEC 06/2016 e 08/2016, atualizando agora os dados das companhias abertas até o primeiro trimestre de 2017 (2017 1T) e das empresas fechadas até o exercício de 2016 (2016 4T).

2. Amostra:

A análise é feita com base nas demonstrações financeiras de uma amostra ampliada de empresas não financeiras contendo 255 empresas de capital aberto e 1094 empresas fechadas (amostra anterior 349), totalizando 1.349 empresas. Na amostra predominam as empresas grandes, de vez que 49% delas tem receita operacional líquida superior a R\$ 400 milhões em 2015, sendo 67% entre as abertas e 46% entre as fechadas. A dívida consolidada das empresas da amostra representa cerca de 55% do total da dívida das empresas não financeiras estimada no Modelo de Contas Financeiras do CEMEC.

3. Indicadores:

Os indicadores utilizados para medir a situação das empresas são os mesmos das notas anteriores. Os índices de endividamento são dados pela relação entre dívida financeira bruta e capital próprio (leverage) e pela relação entre dívida líquida (dívida bruta menos caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras) e geração de caixa (EBITDA). Para este último adotou-se um valor máximo de referência de 5, como sinônimo de um endividamento excessivo. Para medir a capacidade de pagamento de despesas financeiras foi utilizada a relação entre EBITDA e o valor dessas despesas, cujo valor de referência mínimo é a unidade; a soma do disponível da empresa no fim do período anterior somado à geração de caixa no período corrente (EBITDA) em relação ao serviço de dívida - soma das despesas financeiras e da amortização da dívida de curto prazo - foi utilizada como indicador para medir a capacidade da empresa cobrir seu serviço de dívida em cada anual (ou quatro trimestres), com valor mínimo de referência igual à unidade.

4. Metodologia:

Foram calculados separadamente nas amostras de empresas abertas, empresas fechadas e amostra total, os indicadores de endividamento e capacidade de pagamento, calculados com base na consolidação dos balanços, calculados na forma de mediana, complementados pela evolução das porcentagens de empresas de cada segmento com valores de indicadores fora dos valores de referência para endividamento e capacidade de pagamento de despesas financeiras e do serviço de dívida.

5. Impacto do cenário macroeconômico em 20171T:

A mudança das principais variáveis do cenário macroeconômico nos quatro trimestres terminados no primeiro trimestre de 2017 (20171T) em relação a 2016, favoreceu uma redução do endividamento, das despesas financeiras e do valor da amortização de dívida, ao

mesmo tempo, em que um pequeno crescimento do PIB no 1º trimestre, teve algum impacto positivo na geração de caixa das empresas. Por exemplo, ao final do primeiro trimestre a taxa de câmbio caiu 5,37%, a taxa de juro média do crédito bancário de recursos livres para as empresas reduziu-se de 30,30%a.a. para 27,49%a.a., a taxa média do BNDES permaneceu praticamente constante (11,64% para 11,82%) e a taxa do CDI caiu de 14,00% para 11,23%.

6. Principais resultados

6.1 Valores agregados, calculados sobre os dados obtidos com a consolidação de balanço das empresas da amostra.

a. Endividamento:

i. **Amostra total (ex – Petrobras) 2016:** o índice agregado de alavancagem de todas as empresas da amostra tem queda da ordem de 9% em 2016 (de 0,93 para 0,85), ao mesmo tempo em que o indicador de dívida líquida sobre EBITDA tem queda muito maior, da ordem de 27%, (de 3,26 em 2015 para 2,37 em 2016), produto de maior geração de caixa; nas abertas a alavancagem cai de 1,04 para 0,98 e nas fechadas, de 0,78 para 0,70; nas abertas o indicador de dívida sobre EBITDA tem forte queda de 3,88 em 2015 para 2,50 em 2016 e nas fechadas de 2,55 para 2,18;

ii. **Empresas abertas (ex Petrobras) 1T2017:** Os indicadores agregados de endividamento mantêm tendência de queda nos quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2017 (1T2017), com alavancagem caindo de 0,98 para 0,95 e dívida sobre EBITDA de 2,20 para 2,40;

b. Capacidade de pagamento:

i. **Amostra total (ex-Petrobras) 2016:** os indicadores agregados de cobertura de despesas financeiras se elevam para valor superior à unidade, de 0,76 em 2015 para 1,40 em 2016, que resulta de movimentos análogos nas empresas abertas (de 0,65 para 1,39) e fechadas (de 0,70 para 1,40); o indicador de cobertura do serviço de dívida que era de 1,01 em 2015 aumenta para 1,36 em 2016, com as abertas evoluindo de 1,08 para 1,36 e as fechadas de 1,04 para 1,24;

ii. **Empresas abertas (ex-Petrobras) 1T2017:** os indicadores de cobertura de despesas financeiras mantêm tendência positiva, de 1,39 para 1,63, enquanto que o indicador de cobertura do serviço de dívida cai de 1,36 para 1,20, ainda acima do valor de referência (1).

6.2 Distribuição das empresas por situação financeira: porcentagem das empresas com indicador fora do valor de referencia.

a. Amostra total (ex-Petrobras) 2016: não obstante o comportamento favorável dos indicadores calculados para a consolidação dos balanços, aumentou em 2016 a porcentagem de empresas com indicadores fora do valor de referencia; a porcentagem de empresas com dívida sobre geração de caixa acima de 5 passou de 41,3% em 2015 para 45,5% em 2016, ao da mesma forma que em 2016 38,4% das empresas não conseguiam cobrir sua despesa financeira (38,1% em 2015) e 46,3% não cobriam seu serviço de dívida (45,7% em 2015); é interessante verificar que empresas abertas apresentam desempenho mais favorável que as fechadas, nas quais a porcentagem de empresas com indicador e cobertura de despesas financeiras cai de 49,8% para 47,7%, enquanto nas fechadas esse percentual se eleva de 35,2% para 35,6%;

b. Empresas abertas (ex-Petrobras) 1T2017: O movimento dos indicadores de cobertura de despesas financeiras e serviços de dívida é contraditório, sendo a porcentagem de empresas com indicador de cobertura de despesas financeiras inferior à unidade se reduz ligeiramente de 47,7% para 46,4%, enquanto que a proporção de empresas que não conseguem cobrir o serviço de dívida salta de 43,4% para 52,3%

6.3 Impacto potencial sobre o sistema financeiro

As estimativas feitas mostram uma redução considerável do impacto potencial das dividas de empresas com situação financeira desfavorável sobre o sistema bancário e os detentores de dívida corporativa do mercado de capitais. A consolidação dos dados de dívida bruta das empresas da amostra com situação financeira mais difícil, em que os indicadores de cobertura de despesas financeiras e de serviços de dívida se situavam abaixo da unidade, comparados com o total de dívida em bancos e mercado de capitais mostram uma redução de 15,5% para 12,1% para todas as empresas da amostra entre 2015 e 2016 e de 10,2% para 7,4% para as empresas abertas de 2016 para 1T2017.

7. Conclusões

1. De um modo geral os indicadores calculados sobre o valor consolidado de balanços da amostra total (empresas abertas e fechadas) e de sua mediana, mostram uma evolução favorável em 2016 e, para as empresas abertas, uma continuidade dessas melhorias nos quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2017. Observa-se, em ambos os casos uma redução dos índices de endividamento e aumento dos indicadores de geração de caixa e cobertura de despesas financeiras e do serviço de dívida.

2. Entretanto, não ocorrem avanços significativos e por vezes ocorrem retrocessos quando se analisa a evolução da porcentagem de empresas com problemas financeiros. Por exemplo, quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2017, 46,4% das empresas abertas não tinham gerado caixa suficiente para cobrir suas despesas financeiras, porcentagem essa que se eleva a 52,3% das empresas nas quais a geração de caixa somada ao disponível inicial foi inferior ao serviço de dívida (despesas financeiras mais amortização da dívida vencida no período).

3. Nessas condições, os números sugerem que a melhoria da situação financeira tem ocorrido principalmente nas maiores empresas, cujo valor de dívida é mais elevado e provavelmente tem sido objeto de maior atenção e esforço de renegociação por parte dos bancos, enquanto que para uma parcela considerável de outras empresas de menor porte a situação ainda é desafiadora.

4. Muitas empresas ainda enfrentam situação financeira difícil, que pode comprometer inclusive sua capacidade de resposta aos primeiros sinais de recuperação da demanda observados nos primeiros meses de 2017, ou mesmo dificultar a consolidação desse movimento.

5. Desse modo, existem razões para acreditar na necessidade e conveniência que se examine a possibilidade da adoção de programas de financiamento de capital de giro, com a participação do BNDES, bancos privados e instrumentos do mercado de capitais (ex.: FIDCs e Fundos de Crédito Privado), combinados com mecanismos de mitigação de riscos operacionais e de crédito. Programas desse tipo podem facilitar a recuperação financeira de muitas empresas pequenas e médias e favorecer a recuperação da produção e do emprego.

1. INTRODUÇÃO: AMOSTRA, CONCEITOS E METODOLOGIA

1.1 Objetivo

O objetivo desta Nota CEMEC 06/2017 é dar continuidade à análise da evolução do endividamento e da capacidade de pagamento das empresas não financeiras apresentada nas Notas CEMEC 06/2016 e 08/2016, atualizando agora os dados das companhias abertas até o primeiro trimestre de 2017 (20171T) e das empresas fechadas até o exercício de 2016 (20164T).

1.2 Amostra

Desta Nota a análise é feita com base nas demonstrações financeiras de uma amostra de empresas não financeiras contendo 255 empresas de capital aberto e 1094 empresas fechadas, totalizando 1.349 empresas. Na amostra predominam as empresas grandes, de vez que 49% delas tem receita operacional líquida superior a R\$ 400 milhões em 2015, sendo 67% entre as abertas e 46% entre as fechadas.

1.3 Comparação de Amostras: Nota CEMEC 08/2016 e atual

A amostra atual difere significativamente da amostra anterior utilizada na Nota CEMEC 08/2016. A Tabela 01 mostra as principais diferenças:

TABELA 01¹

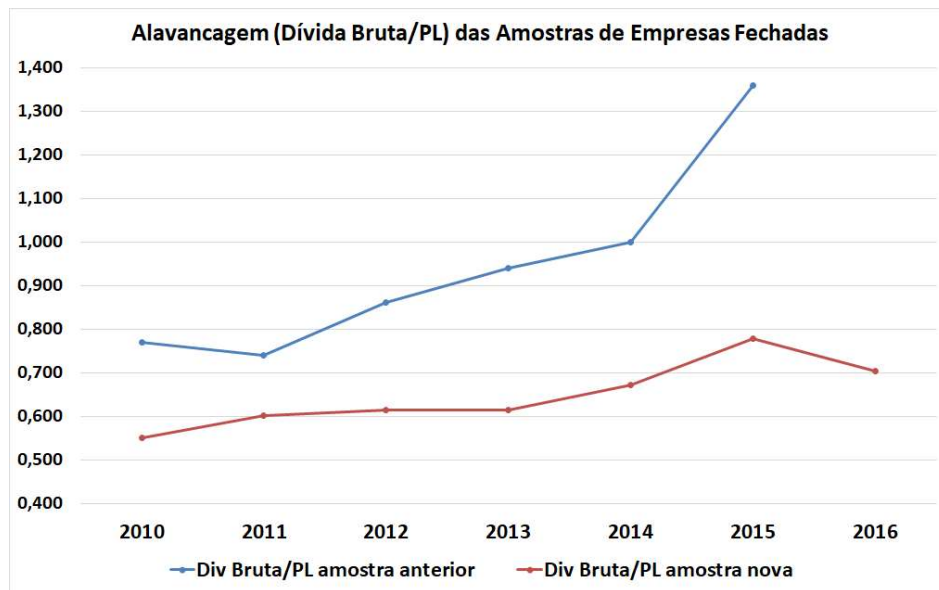
2015	Empresas Fechadas amostra anterior	Empresas Fechadas amostra nova
Número de Empresas	349	1049
% empresas grandes	84%	46%
Dívida Bruta em 2015 R\$ bi	470	547

Como se constata na tabela acima, a amostra anterior era muito concentrada em empresas grandes, com receita de vendas anual superior a R\$ 400 milhões por ano, enquanto a amostra nova acrescenta um numero muito maior de empresas fechadas de menor porte. Os **Gráficos**

¹ A amostra nova não contém a Odebrecht, empresa fechada com R\$ 110 bilhões de dívida bruta em 2015, em virtude dessa empresa não ter ainda divulgado seu balanço para 2016.

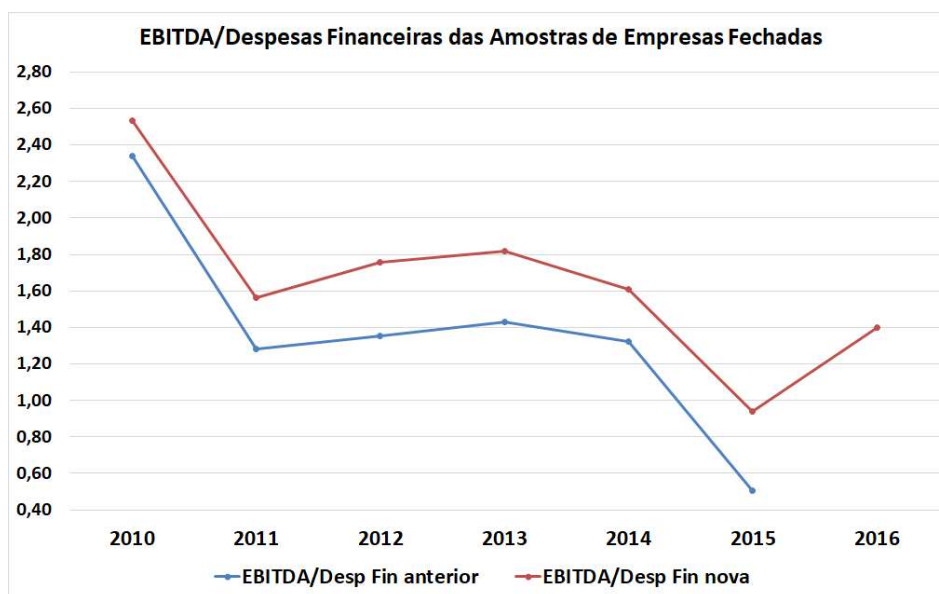
01 e 02 comparam os indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas nas duas amostras:

GRÁFICO 01



Verifica-se que o indicador de endividamento da nova amostra é bastante inferior ao da amostra anterior. Contribuem para isso duas características das empresas que compõem a amostra anterior que em geral estão associadas a nível mais elevado de endividamento: maior proporção de empresas grandes e de empresas de capital aberto.

GRÁFICO 02



Como se vê no **Gráfico 02** o indicador de capacidade de pagamento tem o mesmo comportamento nas duas amostras, mas o nível do indicador da amostra nova é maior do que o da amostra anterior. Essa característica provavelmente resulta de uma proporção maior de empresas fechadas e de menor tamanho na amostra nova, empresas que tem menor acesso a mercados de dívida domésticos e internacionais.

Existem razões para acreditar que essa nova amostra ampliada seja mais representativa da situação financeira das empresas fechadas do que a amostra anterior. No caso das empresas abertas, é importante lembrar que a amostra adotada é muito mais representativa, já que inclui todas as empresas abertas não financeiras com balanços existentes no banco de dados do Valor PRO em 30/06/2017.

1.4 Amostra nova

Os números mostram grande concentração da dívida num pequeno número de empresas da amostra. Por exemplo, 77 empresas concentram 80% da dívida bruta. Por sua vez, as empresas que tem as 10 maiores dívidas representam mais de 42% da dívida bruta total da amostra, como evidenciado na **Tabela 02**.

TABELA 02

PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS COM MAIOR DÍVIDA BRUTA NA DÍVIDA TOTAL DA AMOSTRA

12/2016

Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	385.784.000	21,54%
Vale S.A.	98.089.458	27,02%
JBS S.A.	56.260.414	30,16%
Oi S.A.	48.086.287	32,85%
Eletrobras S.A.	46.991.307	35,47%
Companhia Siderúrgica Nacional	30.329.007	37,17%
BG E&P Brasil Ltda.	29.868.818	38,83%
Votorantim S.A.	24.403.000	40,20%
Cosan Limited	22.316.184	41,44%
CPFL Energia S.A.	22.043.988	42,67%
Metalúrgica Gerdau S.A.	21.396.710	43,87%

Levando em conta que a Petrobras isoladamente representa mais de 1/5 da dívida bruta total da amostra, o que poderia afastar os indicadores calculados da realidade da maioria das empresas da amostra, deliberou-se utilizar indicadores calculados para o total das empresas e para o total exclusive a Petrobras. Na **Tabela 02** pode-se verificar que a segunda maior dívida é

da Vale, cuja participação no total é de 5,48%, e daí por diante essa participação cai acentuadamente, até chegar a 1,2% no caso da Metalúrgica Gerdau S.A.. Mesmo a dívida da Eletrobras, que em alguns trabalhos é excluída para evitar distorções, representa apenas 2,62% do total.

1.5 Representatividade da amostra nova

Na **Tabela 03** são apresentados alguns números para avaliar a representatividade da amostra em relação à dívida bruta total das empresas não financeiras, segundo estimativas geradas pelo modelo de contas financeiras do CEMEC².

TABELA 03

DÍVIDA DA AMOSTRA VERSUS TOTAL 12/2016 – R\$ BILHÕES

INCLUI PETROBRAS

Dívida Bruta Total Contas Fin. 2016 R\$ bi	3.243	100,0%
Dívida Bruta Total da Amostra	1.791	55,2%
Dívida Bruta das Abertas	1.265	39,0%
Dívida Bruta das Fechadas	526	16,2%

Verifica-se que incluindo a Petrobras, a dívida das empresas da amostra representa mais da metade (55,2%) da dívida total das empresas não financeiras do país.

A **Tabela 04** reproduz essa mesma comparação quando se exclui a Petrobras, que caracteriza a amostra utilizada na maior parte dos indicadores calculados neste trabalho. Nesse caso a dívida das empresas da amostra representa um pouco menos da metade (49,2%) da dívida total.

TABELA 04

DÍVIDA DA AMOSTRA VERSUS TOTAL 12/2016 – R\$ BILHÕES

EXCLUI PETROBRAS (R\$ 386 BI)

Dívida Bruta Total Contas Fin. 2016 R\$ bi	2.857	100,0%
Dívida Bruta Total da Amostra	1.405	49,2%
Dívida Bruta das Abertas	879	30,8%
Dívida Bruta das Fechadas	526	18,4%

² Nas contas financeiras do CEMEC a estimativa de dívida bruta de todas as empresas não financeiras considera os dados de dívida no mercado doméstico, incluindo crédito bancário e de dívida corporativa no mercado de capitais, mais a dívida externa dessas empresas.

1.6 Fontes de dados de balanços consolidados e dupla contagem

As fontes dos dados são os sistemas Valor PRO e Economatica. Utilizando as informações existentes nessas bases de dados, foi adotado um procedimento para reduzir de modo significativo a ocorrência de dupla contagem de dívidas, o que pode ocorrer na medida em que sejam computadas ao mesmo tempo a dívida de empresas controladoras e de suas controladas.

Desse modo, sempre que possível, o valor da dívida e os indicadores de endividamento das empresas da amostra foram construídos com base nos números extraídos dos balanços consolidados das empresas controladoras e descartados os dados dos balanços das respectivas empresas controladas. Com isso, foi reduzido o número de empresas consideradas na amostra, em benefício da consistência dos resultados.

Sem esse procedimento o valor de dívida obtido da soma dos balanços seria um múltiplo da dívida efetiva. Por exemplo, Furnas e Chesf são controladas da Eletrobras e foram utilizados nesse caso apenas os dados do balanço da Eletrobras; Raizen, Comgas, Radar e Rumo são controladas da Cosan Limited, e foram considerados somente os dados da Cosan Limite, e assim por diante.

1.7 Período de análise

Para as companhias abertas, são utilizados os dados anuais de 2010 até o primeiro trimestre de 2017, ou seja, até o período de quatro trimestres terminados no primeiro trimestre de 2017. Para as empresas fechadas o período é anual e vai de 2010 a 2016.

1.8 Conceitos dos indicadores de endividamento e capacidade de pagamento

Os indicadores calculados (**Tabela 05**) têm por base dados contábeis extraídos das demonstrações financeiras das empresas da amostra para representar a situação financeira das empresas combinando dados relacionados com a geração de caixa (EBITDA), despesas financeiras e dívida líquida de caixa ou equivalentes de caixa. Ao mesmo tempo, foram definidos alguns valores de referência desses indicadores para dimensionar a gravidade do problema do endividamento das empresas brasileiras e estimar a proporção de empresas que enfrentam maior dificuldade.

A utilização e a interpretação desses indicadores devem levar em conta que os mesmos obedecem a critérios de competência na sua apuração e que em geral não coincidem com o critério de caixa. Desse modo, os dados de EBITDA³, embora muito utilizados como indicadores de geração de caixa, não correspondem à entrada de caixa no período de apuração, da mesma forma que os valores contábeis das despesas financeiras correspondem à sua apropriação (*accrual*) e em geral não correspondem às saídas de caixa para pagar essas despesas no período de apuração.

³ **EBITDA** = Earnings before interest, depreciation and amortization: lucros antes das despesas financeiras, impostos (IR e CSLL) e amortização.

TABELA 05

INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO E CAPACIDADE DE PAGAMENTO

INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO	SIGNIFICADO	VALOR DE REFERÊNCIA
DÍVIDA LÍQUIDA / EBITDA > 3	Indica o número de períodos anuais necessários para amortizar a dívida líquida (dívida bruta menos caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras) com a geração de caixa apropriada no período de referência.	DL/EBITDA > 3: nível de endividamento é considerado elevado; quando seriam necessários mais de 3 anos para amortizar a dívida com o EBITDA gerado no período.
Alavancagem: Dívida Bruta/PL	Indica quanto a empresa captura de capital de terceiros em relação ao capital próprio dos acionistas (PL).	Sem valor de referência porque varia muito entre setores de atividade.
INDICADORES DE CAPACIDADE DE PAGAMENTO	SIGNIFICADO	VALOR DE REFERÊNCIA
EBITDA / DF <1	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;
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.

O valor de referencia igual a 3 adotado para a relação dívida líquida/EBITDA nesta Nota é inferior ao utilizado nas notas anteriores quando foi adotado o valor igual a 5. É um valor arbitrário, mas foi adotado nesta nota por ser utilizado com alguma frequência no mercado, em “convenants” das operações de dívida. No caso da alavancagem optou-se por não definir

um valor de referencia dada a grande variância observada entre setores de atividade. Nos demais indicadores de capacidade de pagamento o valor de referencia igual à unidade traduz simplesmente a situação em que as empresas dispõem ou não dos recursos para cobrir as despesas financeiras ou estas mais a amortização das parcelas da dívida dia vencíveis no período anual em questão.

2. IMPACTO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO

Na **Tabela 06** são apresentados alguns dos indicadores do cenário macroeconômico que tiveram maior impacto sobre o valor da dívida e as despesas financeiras das empresas no período de 2010 a 2017 1T. Esses indicadores relatam o comportamento do PIB, da taxa de câmbio, da taxa de juros das operações de crédito de recursos livres para pessoas jurídicas, da taxa de juros dos financiamentos do BNDES a pessoas jurídicas e a taxa média dos depósitos interbancários (CDI), principal referência utilizada no mercado de dívida corporativa.

TABELA 06

CENÁRIO MACROECONOMICO 2010-2017 1T –

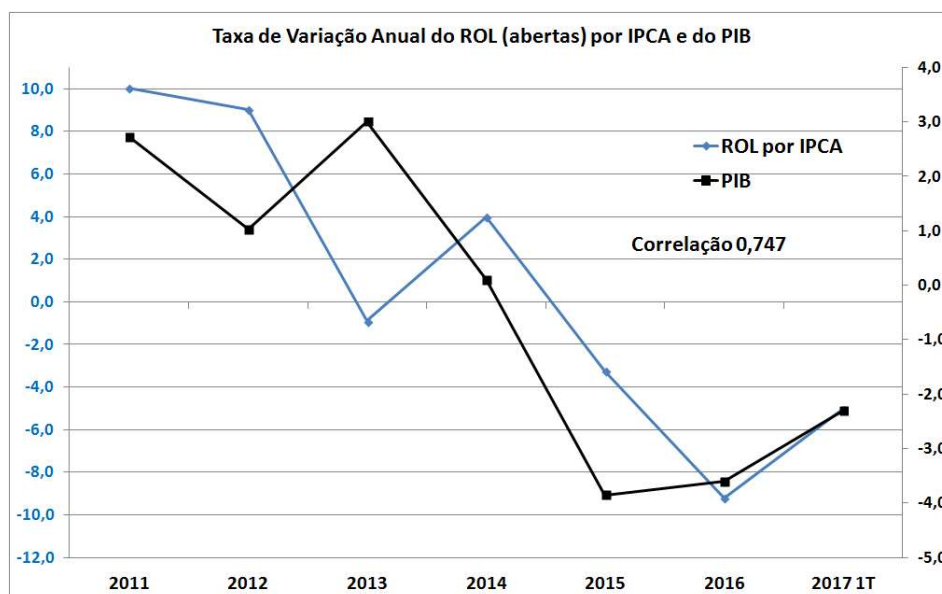
ALGUNS INDICADORES

Anos	PIB real var %	Câmbio Final	variação %	Taxa PJ recursos livres	Taxa BNDES PJ	CDI anual médio
2010	7,53	1,67	----	24,20%	9,0%	9,80%
2011	2,73	1,88	12,60%	26,50%	10,1%	11,60%
2012	1,03	2,04	8,90%	21,60%	9,2%	8,40%
2013	3,01	2,34	14,60%	20,60%	6,9%	8,10%
2014	0,1	2,66	13,40%	23,90%	7,4%	10,80%
2015	-3,85	3,90	47,00%	27,90%	9,4%	13,30%
2016 1T	-4,69	3,56	-8,90%	29,30%	10,4%	13,70%
2016 2T	-4,89	3,21	-9,80%	30,30%	11,0%	14,10%
2016 3T	-4,43	3,25	1,13%	29,80%	12,0%	14,16%
2016	-3,6%	3,35	-14,10%	30,30%	11,64%	14,00%
2017 1T	-2,3%	3,17	-5,37%	27,49%	11,82%	11,23%

A evolução do PIB real pode ser tomada como um indicador da demanda e por consequência um fator relevante para determinar a evolução das vendas e da receita operacional das empresas. Após a forte recuperação do impacto recessivo da crise de 2008, o crescimento anual do PIB apresenta clara tendência decrescente, até assumir forte queda em 2015 (-3,85%) que se aprofundou até atingir -4,89% nos 12 meses terminados no segundo trimestre de 2016. A partir desse ponto ocorre uma redução da velocidade de queda do PIB, até -2,3% nos 12 meses terminados no primeiro trimestre de 2017.

No **Gráfico 03** verifica-se que, exceto no ano de 2013, as taxas anuais de variação do PIB e da receita operacional líquida (ROL) das empresas da amostra tem comportamento semelhante. No período considerado a correlação das duas séries é relativamente elevada (+ 0,747).

Gráfico 03



Os demais indicadores macroeconômicos da **Tabela 06** refletem a evolução dos fatores de custo dos recursos captados nas principais fontes de dívida financeira. Pode-se observar a evolução da taxa média de juros do crédito bancário de recursos livres, a taxa média de financiamentos do BNDES, as taxas médias do CDI, utilizadas como o principal indexador dos instrumentos de dívida corporativa e a taxa de câmbio do dólar norte americano, principal indexador das operações de dívida em moeda estrangeira.

Verifica-se que os indicadores de custo dos empréstimos em moeda nacional têm acentuado crescimento a partir de 2013, quando ficou impossível sustentar a forte redução da taxa SELIC adotada no segundo semestre de 2011. No primeiro trimestre de 2017 caem as taxas de juros de recursos livres, refletindo a queda da taxa básica de juros, representada nessa tabela pelas taxas do CDI, de 14,00%a.a em 20164T para 11,23% em 20171T.

Depois do salto da taxa de câmbio do real em relação ao dólar norte americano em 2015 (+47), com forte impacto sobre a parcela da dívida das empresas em moeda estrangeira e do seu serviço, segue-se um período de apreciação cambial em 2016 e 2017, revertendo parcialmente aquele efeito. Ao final do primeiro trimestre de 2017, a taxa de câmbio atinge R\$ 3,17, nível 18,7% inferior ao observado no fim de 2015 (R\$ 3,90).

3. SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS ABERTAS EX-PETROBRAS

3.1 Indicadores agregados de situação financeira

3.1.1 Endividamento

Na **Tabela 07** são apresentados os indicadores agregados calculados sobre os balanços consolidados das companhias abertas não financeiras da amostra. Esses indicadores foram calculados para o total da amostra e também quando se exclui desse total os dados da Petrobras (ex Petro).

TABELA 07

INDICADORES AGREGADOS EMPRESAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS

2010 - 2017 1T (4 trimestres móveis)

Anos	Dívida Bruta/PL (1)	Dívida Bruta/PL ex Petro (2)	Dívida Estrangeira/ Dívida Total (3)	Dívida Estrangeira/ Dívida Total ex Petro (4)	Dívida CP (5)	Dívida CP ex Petro (6)
2010	0,56	0,65	32,7%	24,2%	18,7%	20,2%
2011	0,61	0,68	33,9%	23,6%	20,1%	22,5%
2012	0,72	0,78	36,2%	25,0%	17,5%	20,4%
2013	0,76	0,75	42,1%	26,7%	15,5%	19,0%
2014	0,90	0,82	43,0%	27,1%	18,1%	22,5%
2015	1,23	1,04	53,6%	35,0%	17,9%	21,2%
2016	1,10	0,98	46,0%	30,8%	20,1%	25,2%
2017 1T	1,06	0,95	58,0%	44,7%	18,4%	22,4%

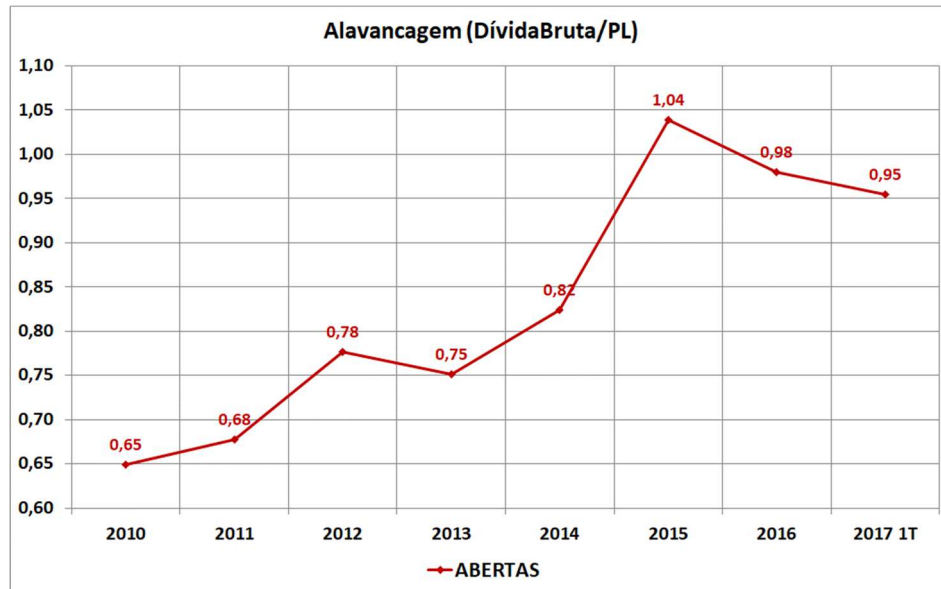
As principais observações são as seguintes:

- a. **Endividamento começa a cair:** o índice de alavancagem, calculado pela relação ente dívida bruta e patrimônio líquido apresenta desempenho influenciado principalmente pelos movimentos da taxa de câmbio. Isso fica evidenciado tanto para o total da amostra de empresas abertas (coluna 1) como para o agregado que exclui a Petrobras (coluna 2). Atinge seu nível mais elevado em 2015 (1,23 e 1,04 respectivamente) quando a taxa de câmbio era R\$ 3,90/US\$ e apresenta queda moderada em 2016 (1,10 e 0,989), câmbio de R\$3,35 e nova redução em 2017T1 (1,06 e 0,95), com câmbio de R\$ 3,17. É interessante notar que o índice tem queda mais acentuada quando a Petrobras é incluída na amostra, em que o índice de alavancagem se reduz em -13,8%, enquanto que nas demais empresas a redução é menor, da ordem de -8,7%.

O **Gráfico 04** apresenta o comportamento dos índices de alavancagem da amostra de empresas abertas ex-petro.

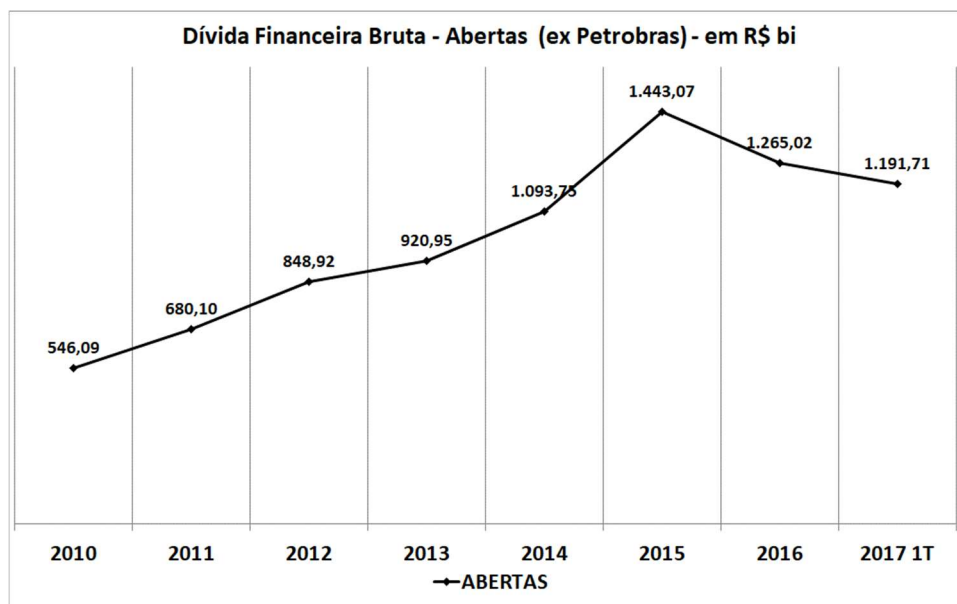
GRAFICO 04

ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS ABERTAS EX-PETRO



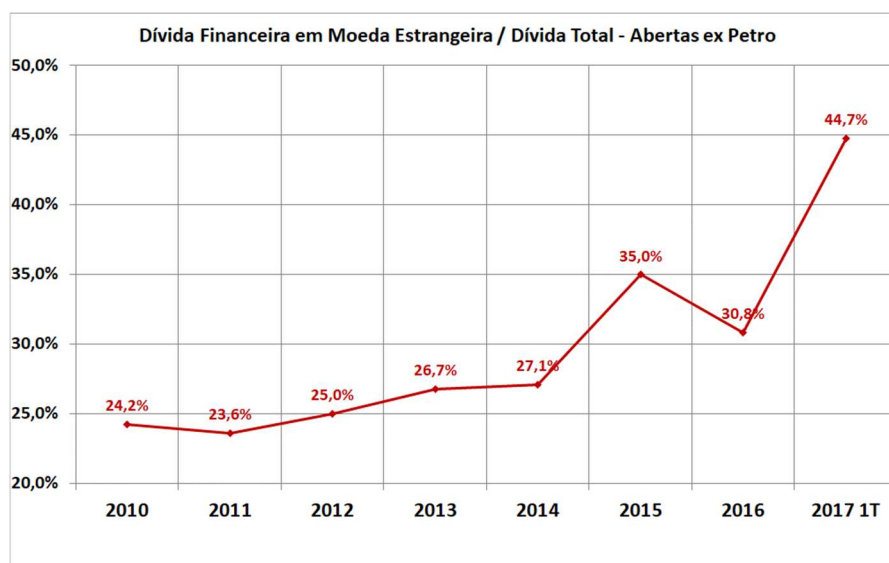
Esse desempenho é reproduzido também na dívida financeira bruta, que apresenta queda de 17,4% na amostra das empresas abertas (ex-Petro) entre 2015 e 2017 1T, como se observa no **Gráfico 05**.

GRÁFICO 05



- b. **Aumenta a participação da dívida em moeda estrangeira:** não obstante a queda da taxa de cambio entre 2015 e 2017T1, a participação da dívida em moeda estrangeira no total da amostra de empresas abertas se eleva de 53,6% para 58,0% no período (coluna 3), o mesmo ocorrendo para a amostra sem Petrobras (coluna 4), de 35,0% para 44,7%, como se observa no **Gráfico 06**.

GRAFICO 06



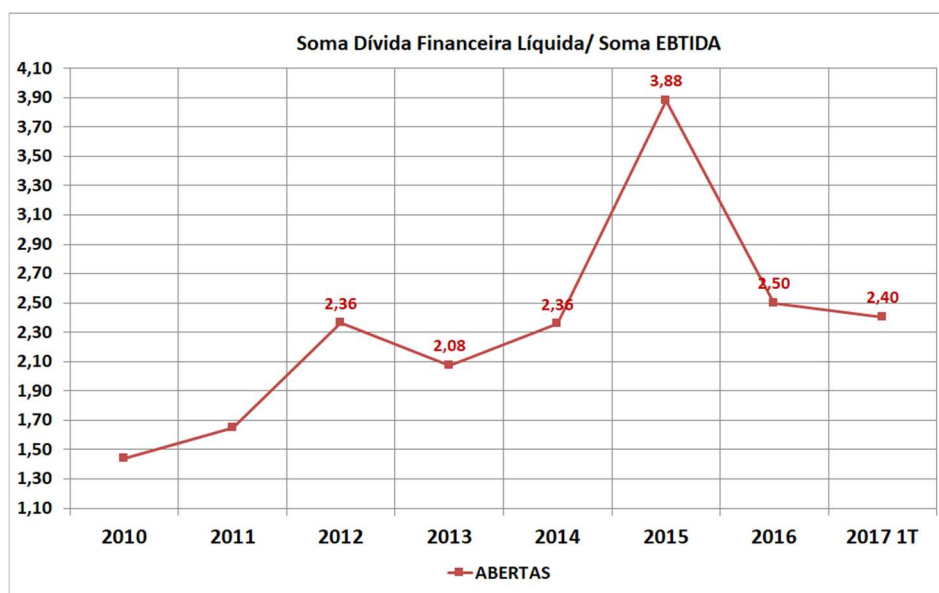
- c. **Participação das dívidas de curto prazo permanece estável entre 2014 e 2017T1:** como se vê nas colunas (5) e (6), a participação das dívidas de curto prazo da amostra total em 2017T1 (18,4%) é praticamente a mesma de 2014 (18,1%), o mesmo ocorrendo com a amostra ex-petro, de 22,5% e 22,4% respectivamente.

Outro indicador de endividamento largamente utilizado no mercado relaciona a dívida financeira líquida de caixa mais outros ativos equivalentes de caixa, com a geração de caixa, medida pelo EBITDA. Os valores agregados desse indicador são reproduzidos no **Gráfico 07**, que demonstra queda acentuada entre 2015 e 2016, seguida ainda de uma pequena redução nos 12 meses encerrados no primeiro trimestre de 2017. De um valor maior que 3 em 2015 (3,88), o indicador cai para 2,50 em 2016 e 2,40 em 2017T1.

GRÁFICO 07

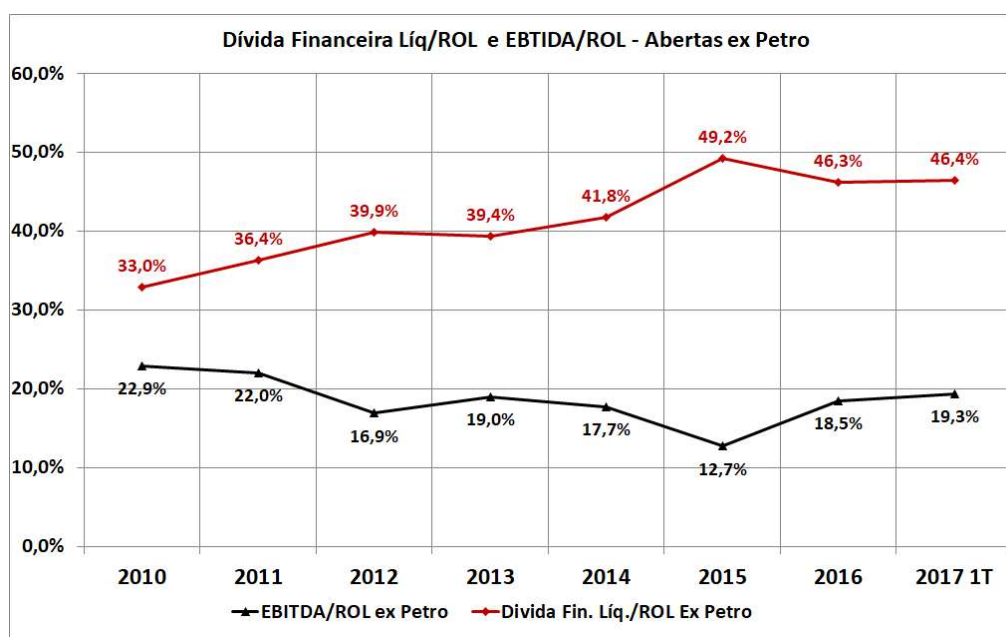
SOMA DE DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA

EMPRESAS ABERTAS EX-PETRO



Como é evidenciado no **Gráfico 08**, a redução desse indicador de endividamento resulta da combinação de dois movimentos. De um lado, observa-se uma queda da relação entre dívida financeira e receita operacional líquida (ROL), de 49,2% em 2015 para 46,4% em 2017 1T. Mais importante para a queda do indicador de endividamento é uma forte recuperação da geração caixa em relação à receita operacional líquida (EBITDA/ROL), de 12,7% em 2015 para 19,3% em 2017 1T, seu maior valor desde 2012, com aumento de 6,6 p.p. e ganho porcentual de 52%.

GRÁFICO 08



3.1.2 Capacidade de pagamento do serviço de dívida

Nesta parte busca-se dimensionar a capacidade das empresas abertas de dispor dos recursos necessários para fazer frente ao serviço da dívida, que inclui o pagamento das despesas financeiras e a amortização do principal. É importante lembrar mais uma vez que os números utilizados para construir os indicadores foram calculados a partir de dados contábeis extraídos das demonstrações financeiras das empresas, apurados no regime de competência, que em geral não coincidem com entradas e saídas de caixa ocorridas no período. A **Tabela 08 e os Gráficos 09 e 10** apresentam a evolução dos indicadores de geração de caixa (EBITDA) para cobrir despesas financeiras e o indicador que soma o EBITDA à caixa disponível do início do ano correlacionados com a despesa financeira mais a amortização da dívida que vence no ano de referência.

TABELA 08

**INDICADORES DE CAPACIDADE DE COBERTURA DO SERVIÇO DE DÍVIDA
PARA SOMA DE ABERTAS (EXCETO PETROBRAS)**

Anos	EBTIDA/Despesa Financeira	(EBTIDA+ Caixa)/(desp. Financeira + Dívida CP(t-1))
2010	3,00	2,49
2011	2,39	1,88
2012	2,03	1,82
2013	1,88	1,97
2014	1,65	1,83
2015	0,65	1,04
2016	1,39	1,36
2017 1T	1,63	1,20

GRÁFICO 09

GERAÇÃO DE CAIXA VERSUS DESPESAS FINANCEIRAS

SOMA DE EMPRESAS ABERTAS EX PETRO

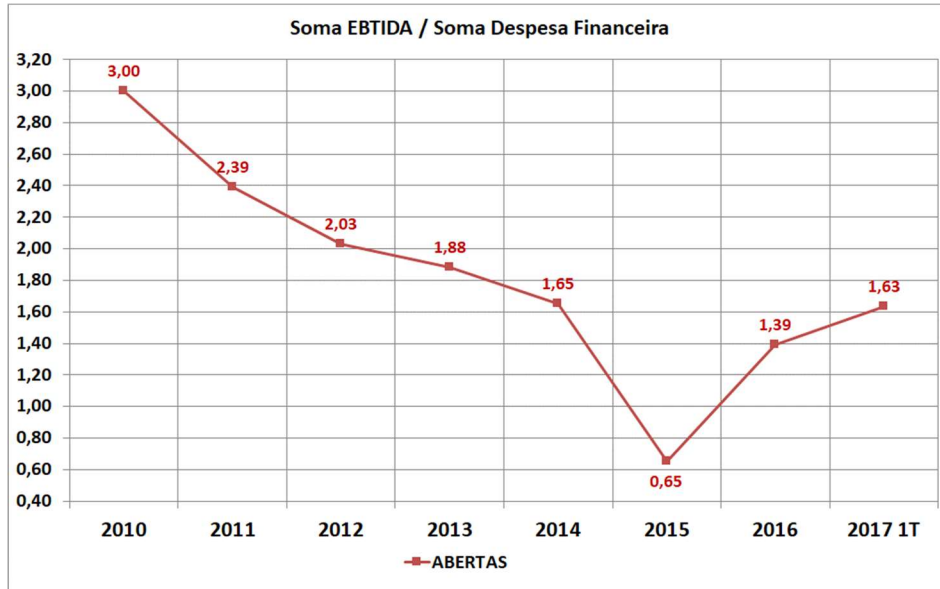
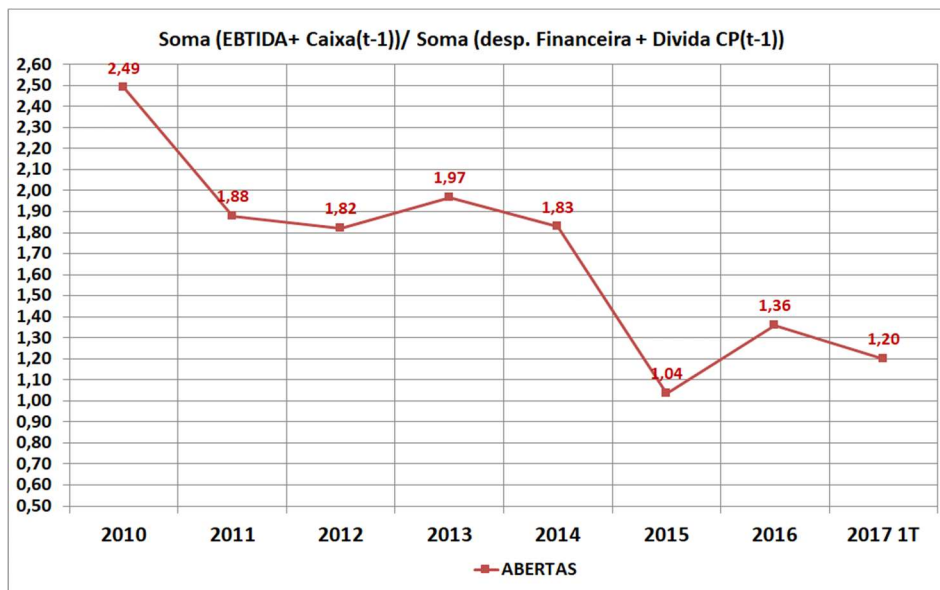


GRÁFICO 10

EMPRESAS ABERTAS - GERAÇÃO DE CAIXA MAIS DISPONÍVEL(t-1) VERSUS

DESPESAS FINANCEIRAS MAIS AMORTIZAÇÃO DE DÍVIDA DE CURTO PRAZO



As principais observações são as seguintes:

- a. Ocorre forte recuperação da relação entre EBITDA e despesas financeiras de um valor abaixo da unidade em 2015 de 0,65, para 1,63, valor esse quase idêntico ao observado em 2014, antes do aprofundamento da crise (1,65) (**Gráfico 09**);
- b. O indicador de cobertura do serviço de dívida, com despesas financeiras mais amortização da dívida de curto prazo (**Gráfico 10**) que havia caído para valor de 1,04 em 2015 apresenta alguma recuperação em 2016 (1,36) para cair novamente em 2017T1 (1,20) valor ainda muito abaixo dos observados nos períodos anteriores, na faixa de 1,8 a 2,0.

3.2 Distribuição das empresas por situação financeira

Não obstante a análise da evolução dos indicadores agregados tenha demonstrado aumento considerável do endividamento, acompanhado da redução da capacidade financeira das empresas para cobrir o pagamento de despesas financeiras e da amortização do principal, esses números totais ou “médios” não permitem levar em consideração a variância de situações entre as empresas que compõem a amostra. Por exemplo, esses dados não permitem dimensionar a proporção de empresas que enfrentam maiores dificuldades para cobrir o serviço de dívida e o volume de dívida desse grupo.

Dessa forma, nesta parte os indicadores são calculados para cada empresa da amostra e sua evolução permite gerar dois resultados:

Proporção das empresas com maiores dificuldades: os valores de referência adotados para os indicadores de capacidade de pagamento do serviço de dívida são arbitrários, mas buscam estabelecer uma correlação entre a geração de caixa num período anual, medida pelo EBITDA, com o fluxo de despesas financeiras desse período ou ainda com a soma dessas despesas com as parcelas de dívida que vencem nesse mesmo período; o indicador que define em 5 anos o ponto de corte em relação ao período de tempo necessário para amortizar a dívida caso a geração de EBITDA permanecesse no nível atual tem sido usado em alguns trabalhos recentes e aparentemente não diverge de modo significativo do prazo médio de algumas fontes de prazo mais longo, como é o caso de debentures, BNDES, recursos externos.

Mediana dos indicadores para a amostra total: a mediana é uma medida da posição da distribuição dos indicadores das empresas que não sofre as distorções de pontos extremos ou da inclusão de empresas muito grandes, como é o caso da Petrobras;

3.2.1 Porcentagem das empresas abertas com indicador inferior ao valor de referência

Na coluna 1 da **Tabela 9** verifica-se que a porcentagem de empresas abertas que apresentam indicadores de endividamento em relação ao EBITDA superior ao número de referência (5) teve alguma queda em 2016 e 2017 (41,6% e 42,9%) em relação ao observado em 2015 (46,3%). Observação semelhante pode ser feita em relação ao índice de cobertura de despesas financeiras, mostrado na coluna 2.

Entretanto, como se vê na coluna 3, no período de quatro trimestres terminados no primeiro trimestre de 2017 em mais da metade das empresas abertas (52,3%) a soma do disponível inicial mais a geração de caixa do período é insuficiente para cobrir o serviço da dívida. Note-se que esse movimento reverte uma variação favorável entre 2015 e 2016, quando essa porcentagem havia caído de 47,8% para 43,4%.

TABELA 9

PORCENTAGEM DE EMPRESAS ABERTAS COM INDICADORES INFERIORES ÀS REFERÊNCIAS

Anos	Dívida Financeira Líquida/EBITDA > 5 (1)	EBITDA/Despesa Financeira < 1 (2)	(EBITDA+ Caixa) / (Despesa Financeira+ Dívida CP(t-1)) < 1 (3)
2010	31,5%	22,7%	35,3%
2011	35,8%	30,4%	33,7%
2012	37,5%	35,1%	40,6%
2013	36,6%	29,6%	33,6%
2014	40,9%	34,5%	38,0%
2015	46,3%	49,8%	47,8%
2016	41,6%	47,7%	43,4%
2017 1T	42,9%	46,4%	52,3%

Os **Gráficos 11, 12 e 13** facilitam a visualização dessas variações dos indicadores de situação financeira das empresas abertas.

GRÁFICO 11

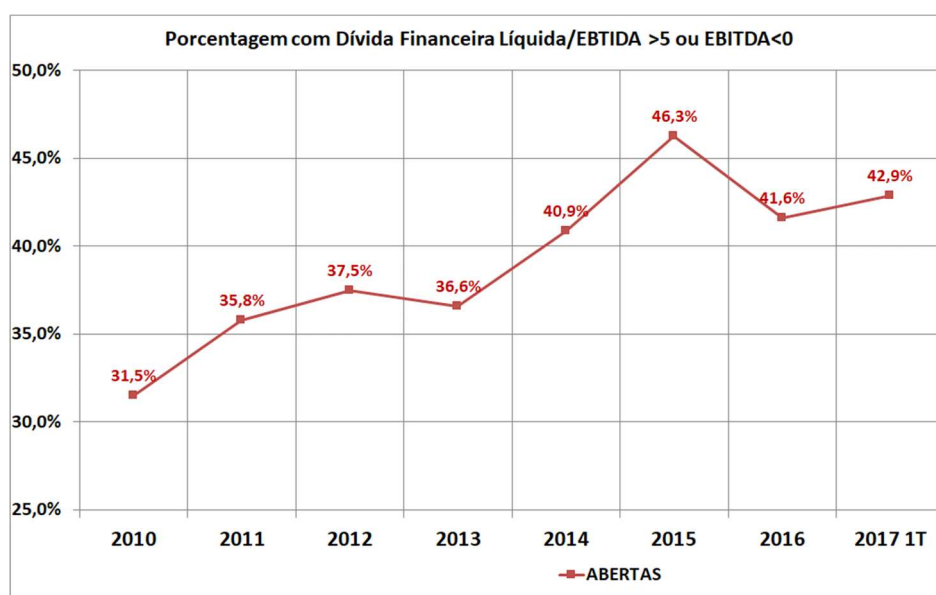


GRÁFICO 12

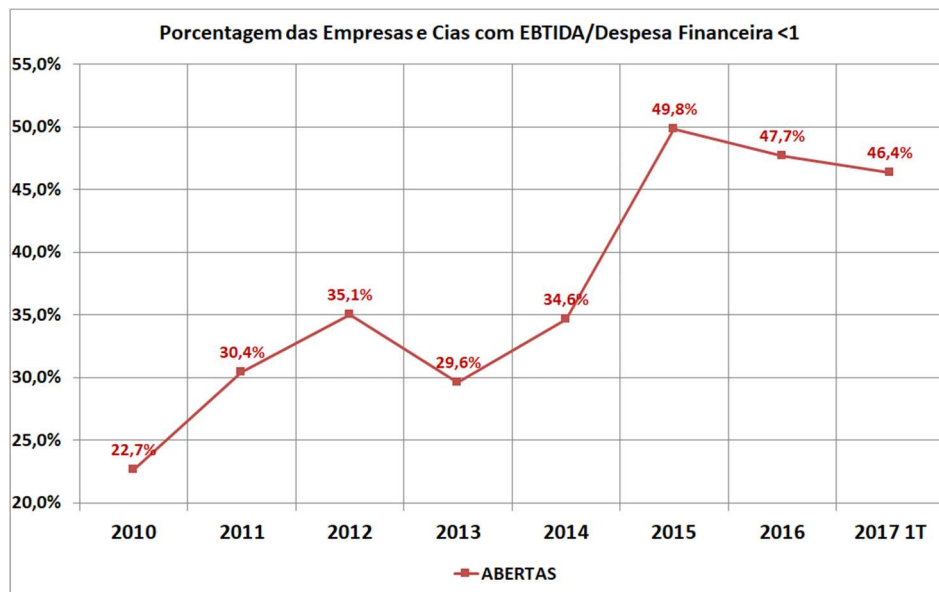
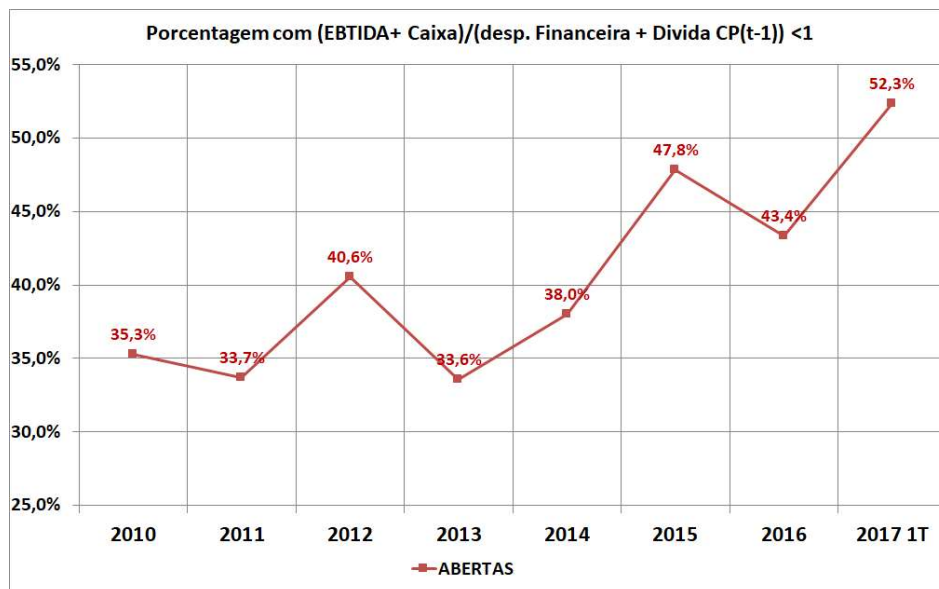


GRÁFICO 13



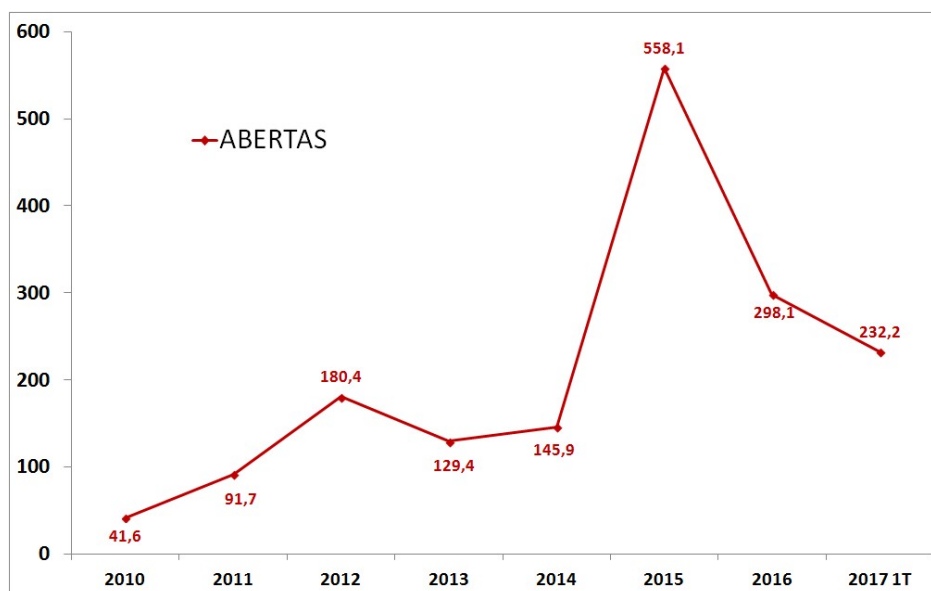
3.2.2 Dívida bruta das empresas

No **Gráfico 14** verifica-se que o valor da dívida bruta das empresas abertas ex Petro de R\$ 232,2 bilhões em março de 2017 tem queda de 22% em relação aos R\$ 298,1 bilhões observados em dezembro de 2016, e completa uma substancial redução de 58% em relação ao valor de 2015 (R\$ 558,1 bilhões).

GRÁFICO 14

DÍVIDA DAS EMPRESAS ABERTAS (EX- PETROBRAS)
COM EBITDA / DESPESAS FINANCEIRAS MENOR QUE 1

Em R\$ bilhões



A comparação dessa queda acentuada da dívida bruta total com o modesto avanço da porcentagem de empresas que tiveram sua situação financeira melhorada no período anual encerrado no primeiro trimestre de 2017 sugere que a redução de endividamento e o aumento de capacidade de cobertura do serviço de dívida ocorreram basicamente nas empresas maiores.

3.2.3 Mediana dos indicadores

Os dados referentes à mediana dos indicadores apresentados na **Tabela 10** reforçam essa hipótese de que a melhoria da situação financeira das empresas abertas tem ocorrido principalmente nas empresas de maior porte. Observa-se uma discreta melhoria do indicador de cobertura das despesas financeiras, de 0,99 em 2016 para apenas 1,03 em 2017 (coluna 1) uma estabilização do indicador de endividamento em relação à geração de caixa, com 1,56 em 2016 e 1,55 em 2017 (coluna 2). Na coluna 3, a mediana do indicador de cobertura do serviço da dívida indica um agravamento da situação financeira das empresas, apresentando uma queda acentuada de 1,23 para apenas 0,88, para uma posição em que a soma do disponível inicial mais a geração de caixa é insuficiente para cobrir os gastos com despesas financeiras e a amortização de dívidas vencíveis em curto prazo.

TABELA 10

COMPANHIAS ABERTAS MEDIANA DOS INDICADORES DE

ENDIVIDAMENTO E COBERTURA DE SERVIÇO DA DÍVIDA

Anos	EBITDA/Despesa Financeira (1)	Dívida Financeira Líquida/EBITDA (2)	(EBITDA+ Caixa(t-1)) / (desp. Financeira + Dívida CP(t-1)) (3)
2010	2,36	1,32	1,57
2011	1,91	1,42	1,56
2012	1,72	1,58	1,31
2013	1,86	1,78	1,41
2014	1,60	1,76	1,41
2015	1,01	1,77	1,12
2016	0,99	1,56	1,23
2017 1T	1,03	1,55	0,88

3.3 Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento por porte da empresa

Na **Tabela 11** são apresentadas o número de empresas abertas da amostra por classes de tamanho no período de 2010 a 2017 1T. Especialmente nas classes de empresas de menor porte, o número de empresas com dados para calcular o indicador diminuiu muito em 2016 e 2017 1T, o que pode comprometer a significância estatística das estimativas de indicadores.

TABELA 11

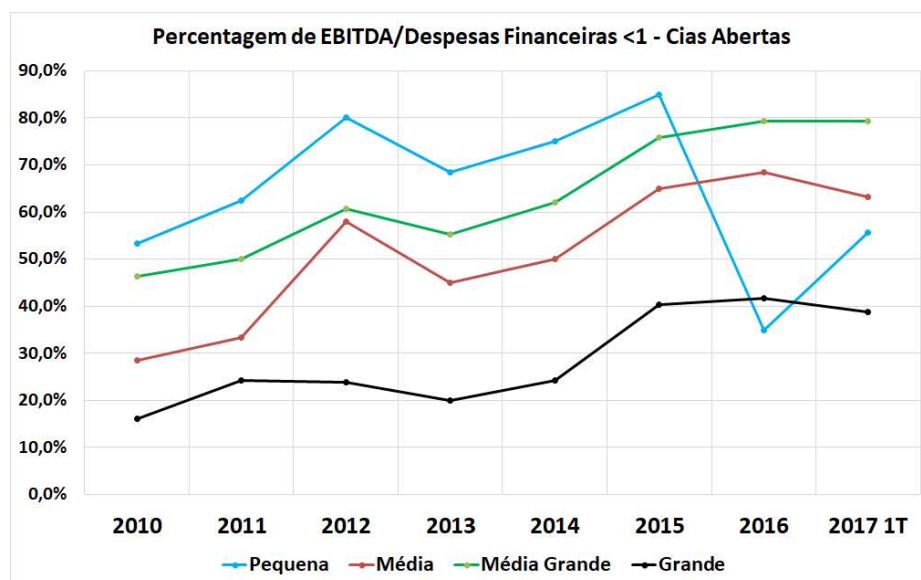
NUMERO DE EMPRESAS ABERTAS COM

DADOS PARA CÁLCULO DO INDICADOR

Porte	Número de Empresas	Com dados para cálculo do indicador							
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 1T
Pequena	20	15	15	18	18	19	20	9	5
Média	20	14	14	18	18	20	20	19	18
Média Grande	29	28	26	26	26	29	29	29	28
Grande	187	181	177	178	184	184	187	182	174
Total	256	238	232	240	246	252	256	239	225

No **Gráfico 15** é apresentada a evolução da percentagem de empresas com geração de caixa inferior à unidade, por classes de tamanho, no período de 2010 a 2017 1T.

GRÁFICO 15

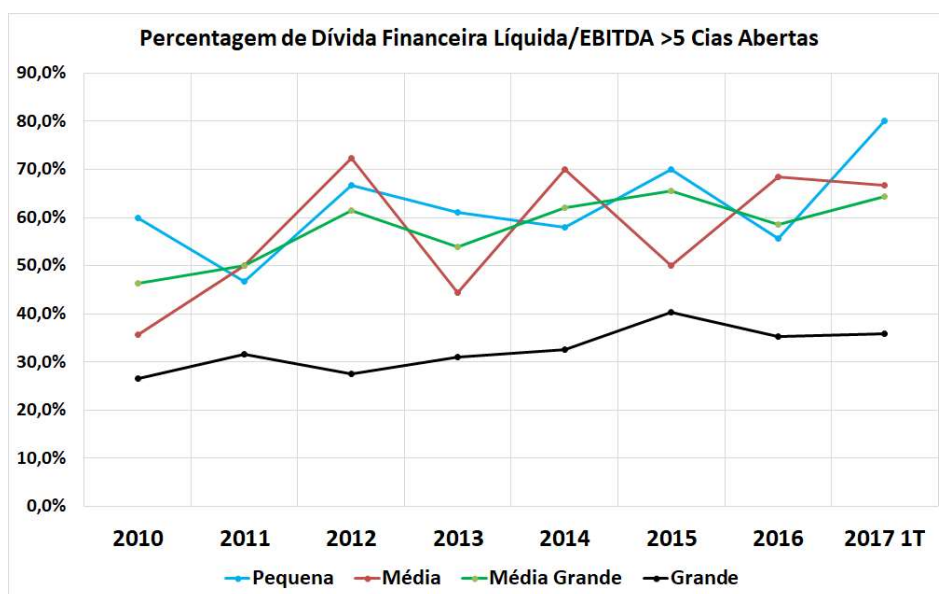


AS principais observações são as seguintes:

- Descartando o desempenho do grupo de empresas pequenas, face às limitações da amostra, verifica-se o grupo de empresas grandes apresenta situação relativamente melhor, em que a proporção de empresas com indicador inferior à unidade é de cerca de 40%, contra mais de 60% no caso de empresas médias e quase 80% nas empresas s média grandes;
- Outra observação é de que apesar da queda da taxa de cambio e do inicio de queda da taxa de juros, a percentagem de empresas com EBITDA inferior às despesas financeiras permanece muito elevada e praticamente não apresenta indicação consistente de melhora na sua situação financeira até o primeiro o trimestre de 2017.

O **Gráfico 16** apresenta a evolução da percentagem de empresas abertas que apresentam índice de endividamento líquido superior a 5, em relação à sua geração de caixa, nível esse considerado muito elevado, levando em conta que na maioria dos casos trata-se de dívida de curto e médio prazo.

GRÁFICO 16



Também nesse indicador a classe das empresas grandes apresenta a menor proporção de empresas com endividamento mais pesado, no intervalo de 30% a 40%, enquanto que nas empresas médias (e nas pequenas) essa proporção supera os 60%. Apesar de que as tendências de aumento dessas porcentagens no período de 2010 a 2017 1T sejam moderadas, não se identificam sinais de consistentes de sua redução entre 2016 e 2017 1T.

4. SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS FECHADAS

4.1 Indicadores agregados da situação financeira

4.1.1 Endividamento

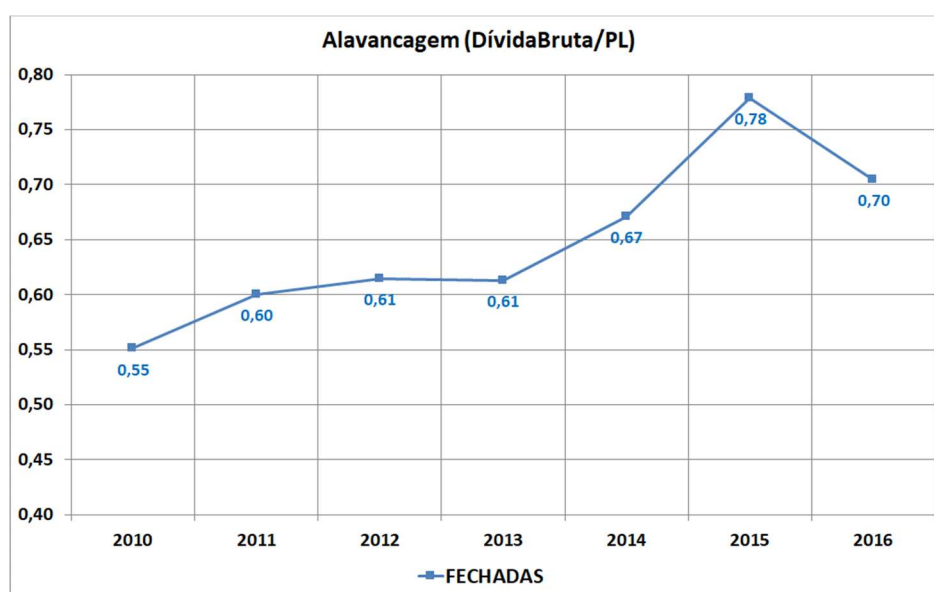
Da mesma forma que nas empresas abertas, os últimos dados disponíveis das empresas fechadas revelam uma discreta queda dos índices de endividamento em 2016, seja na comparação com o valor do capital próprio, seja com sua geração de caixa, não obstante se situem ainda em nível superior ao observado no período de 2010 a 2013. A **Tabela 12** resume alguns desses indicadores.

TABELA 12
INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EMPRESAS FECHADAS
2010-2016

Anos	Dívida Bruta/PL (1)	Dívida Estrangeira/ Dívida Total (2)	Dívida CP (3)	Dívida Financeira Líquida/EBTIDA (4)
2010	0,55	14,5%	0,29	1,43
2011	0,60	12,8%	0,30	1,90
2012	0,61	19,7%	0,29	2,04
2013	0,61	23,3%	0,26	1,88
2014	0,67	22,7%	0,26	2,09
2015	0,78	23,5%	0,27	2,55
2016	0,70	20,8%	0,23	2,18

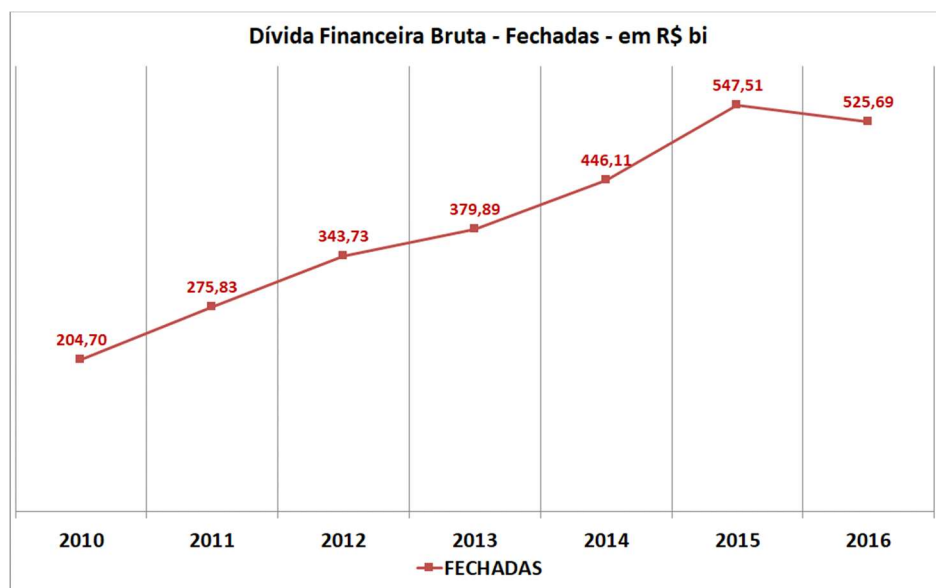
Como se vê no **Gráfico 17**, que reproduz os números da coluna (1) da **Tabela 12**, a alavancagem dessas empresas se reduz em cerca de 10% de 2015 para 2016, de 0,78 para 0,70, nível ainda muito superior ao padrão que existia até 2013, situado no intervalo de 0,55 a 0,61.

GRÁFICO 17
ALAVANCAGEM DE EMPRESAS FECHADAS
DÍVIDA BRUTA/PATRIMÔNIO LÍQUIDO



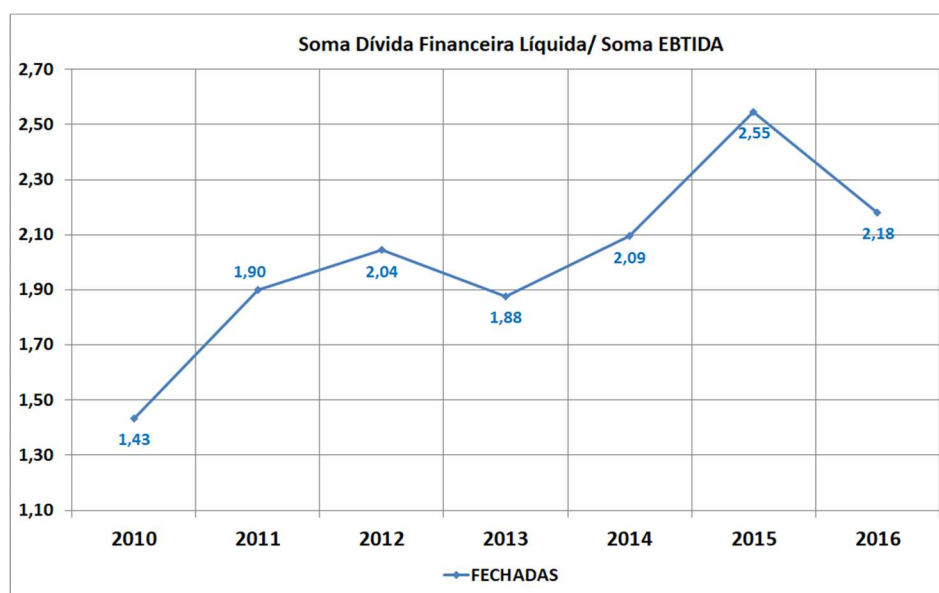
No **Gráfico 18** verifica-se também uma pequena queda do valor da dívida bruta entre 2015 (R\$ 547,51 bilhões) e 2016 (525,69 bilhões), de apenas 4%. Dado que a alavancagem caiu 10%, isso indica a provável ocorrência de um aumento da ordem de 6,7% no valor do capital próprio agregado das empresas fechadas entre 2015 e 2016.

GRÁFICO 18



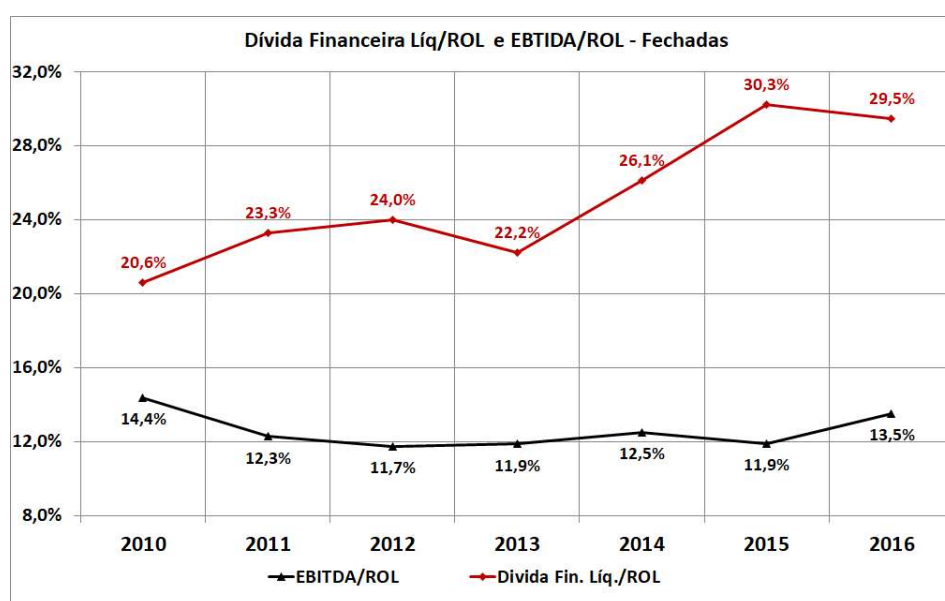
Os indicadores de capacidade de amortização da dívida das empresas fechadas revelam um avanço mais significativo, combinando um aumento da geração de caixa em 2016 com a redução da dívida financeira líquida. Como se observa no **Gráfico 19**, a relação entre a soma de dívida financeira líquida em relação à soma do EBITDA cai 14,5% entre 2015 (2,55) e 2016 (2,18), embora se situe ainda em nível mais elevado que nos anos anteriores à crise.

GRÁFICO 19



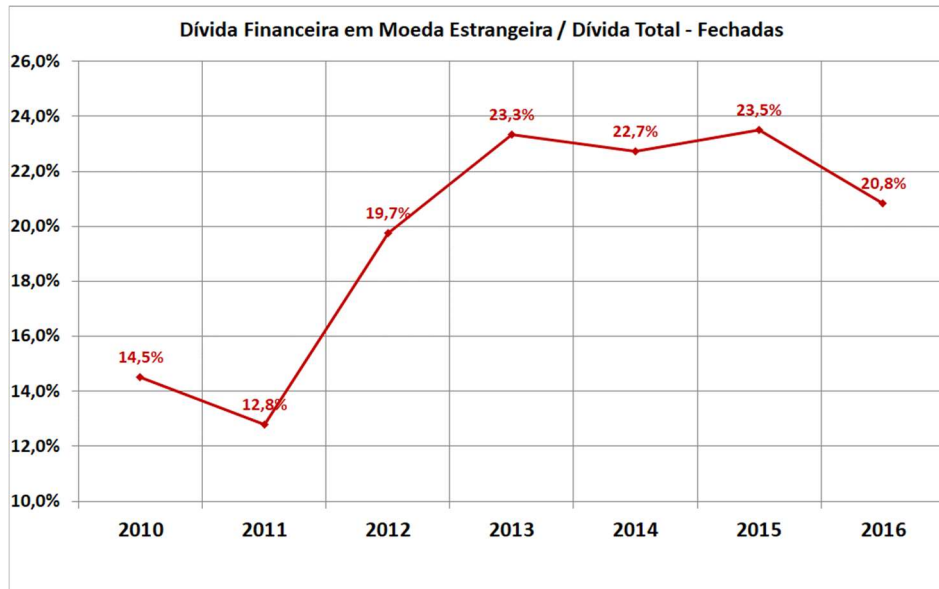
Como fica demonstrado no **Gráfico 20**, essa redução do indicador de endividamento reflete o efeito combinado de uma pequena queda da relação entre dívida financeira líquida e a receita operacional líquida (ROL) entre 2015 e 2016 (30,3% para 29,5%) acompanhada de uma recuperação na geração de caixa em relação à receita, de 11,9% em 2015 para 13,5% em 2016. É interessante registrar que o valor desse indicador da geração de caixa (EBITDA) por unidade de receita (ROL), de 13,5% em 2016, é o mais elevado desde 2013, e somente inferior ao observado em 2010 (14,4%).

GRÁFICO 20



A **Tabela 16** mostra uma redução da proporção de dívidas de curto prazo (coluna 3) das empresas fechadas de 27% em 2015 para 23% em 2016, o menor nível desde 2010. A queda da taxa de câmbio em 2016 contribuiu para a redução da participação da dívida em moeda estrangeira na dívida total dessas empresas (coluna 4) de 23,5% em 2015 para 20,8% em 2016, não obstante ainda se situe muito acima dos números de 2010 (14,5%) e 2011 (12,8%), como se observa no **Gráfico 21**.

GRÁFICO 21



4.1.2 Capacidade de pagamento do serviço de dívida

A **Tabela 13** resume os indicadores de capacidade de cobertura do serviço de dívida, despesas financeiras mais amortizações da dívida da soma das empresas fechadas.

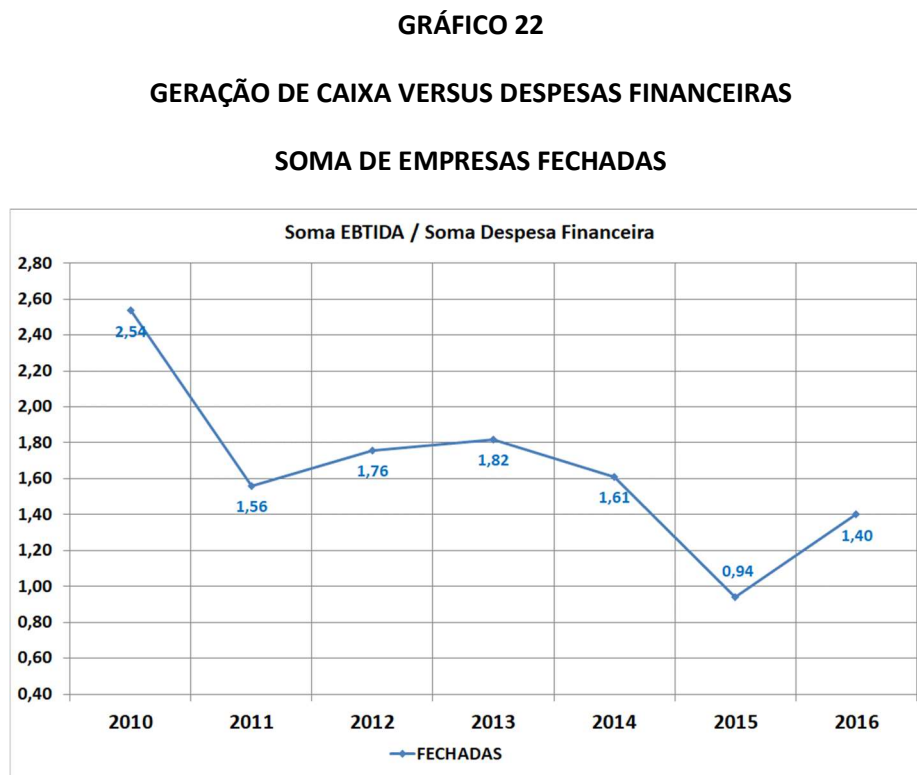
TABELA 13

**INDICADORES DE CAPACIDADE DE COBERTURA DO SERVIÇO DE DÍVIDA
PARA A SOMA DE EMPRESAS FECHADAS**

Anos	EBTIDA/Despesa Financeira	(EBTIDA+ Caixa)/(desp. Financeira + Dívida CP(t-1))
2010	2,54	2,10
2011	1,56	1,69
2012	1,76	1,44
2013	1,82	1,48
2014	1,61	1,55
2015	0,94	1,08
2016	1,40	1,24

No agregado das empresas fechadas, ocorre melhoria considerável no indicador de cobertura de despesas financeiras com os recursos provenientes da geração de caixa, fazendo com que a relação EBITDA/DF que era inferior à unidade em 2015 (0,94) se eleve para 1,40 em 2016. O

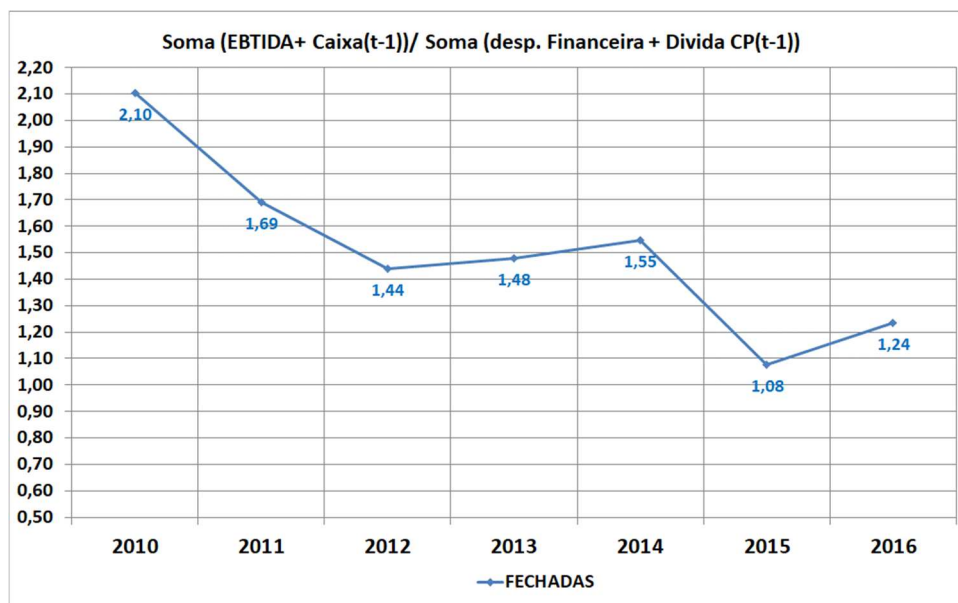
Gráfico 22 resume a evolução desse indicador desde 2010.



O indicador da capacidade de cobertura do serviço de dívida para o total das empresas fechadas, que compara a soma do disponível inicial mais a geração de caixa de cada ano com a necessidade de recursos para atender às despesas financeiras à amortização da dívida a vencer em cada ano também revela uma variação positiva em 2016. Embora o indicador de 2016 mostre que os recursos disponíveis superam em 24% o valor do serviço de dívida, contra 8% em 2015, deve-se notar que se trata ainda de um nível inferior aos observados nos anos anteriores à crise. O **Gráfico 23** permite observar esse desempenho.

GRÁFICO 23

**EMPRESAS FECHADAS - GERAÇÃO DE CAIXA MAIS DISPONÍVEL(t-1) VERSUS
DESPESAS FINANCEIRAS MAIS AMORTIZAÇÃO DE DÍVIDA DE CURTO PRAZO**



4.2 Distribuição das empresas por situação financeira

4.2.1 Porcentagem das empresas com indicador inferior ao valor de referência

Contrariamente à percepção de melhora sugerida pela consolidação dos balanços das empresas fechadas, os dados de 2016 da distribuição a situação financeira as empresas fechadas revelam até alguma deterioração nos indicadores utilizados. Como se verifica na **Tabela 14**, ocorre em 2016 um aumento da proporção de empresas com endividamento superior a 5 vezes sua geração de caixa (coluna 1) bem como da porcentagem das empresas que não conseguem cobrir suas despesas financeiras com sua geração de caixa (Coluna 2) e também com o indicador que mede a cobertura do serviço de dívida.

TABELA 14

PORCENTAGEM DE EMPRESAS COM INDICADORES INFERIORES ÀS REFERÊNCIAS

Anos	Dívida Financeira Líquida/EBITDA>5 (1)	EBITDA/Despesa Financeira <1 (2)	(EBITDA+ Caixa) / (Despesa Financeira+ Dívida CP(t-1))<1 (3)
2010	41,4%	24,3%	32,3%
2011	39,3%	25,7%	36,2%
2012	37,3%	22,3%	40,1%
2013	37,4%	21,5%	37,7%
2014	40,0%	25,3%	37,6%
2015	40,2%	35,2%	45,6%
2016	46,3%	35,6%	46,8%

Os **Gráficos 24, 25 e 26** facilitam a visualização desses movimentos nos indicadores da **Tabela 14**.

GRÁFICO 24

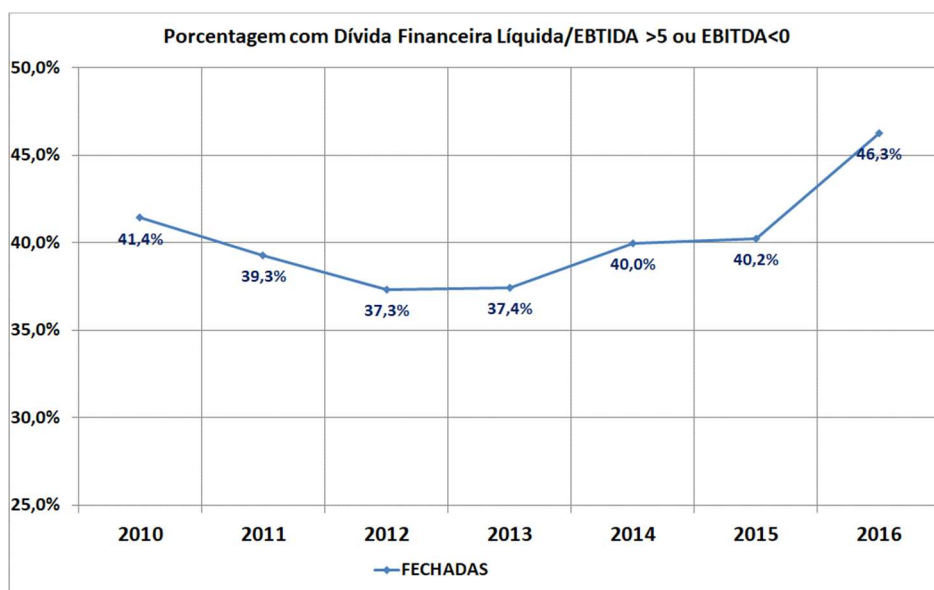


GRÁFICO 25

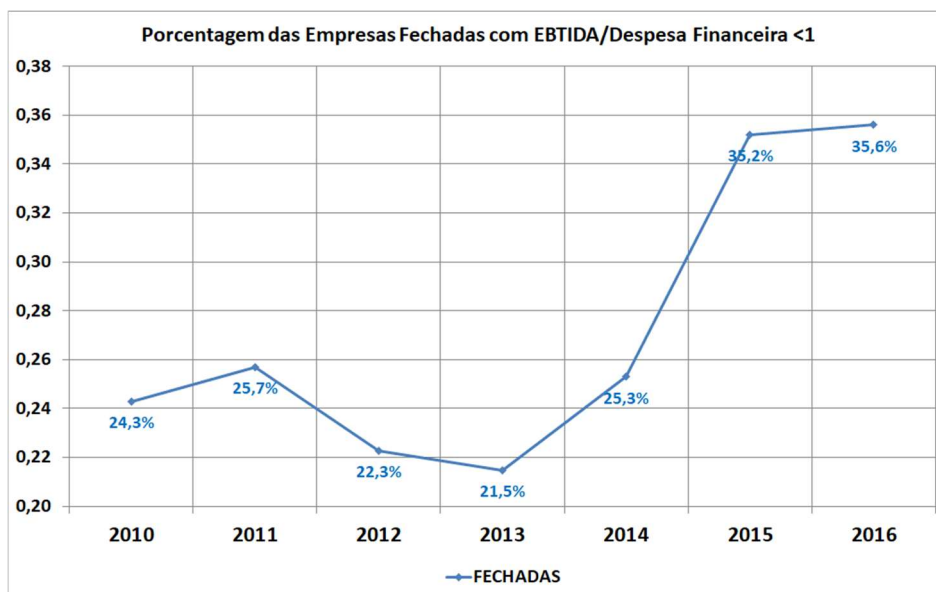
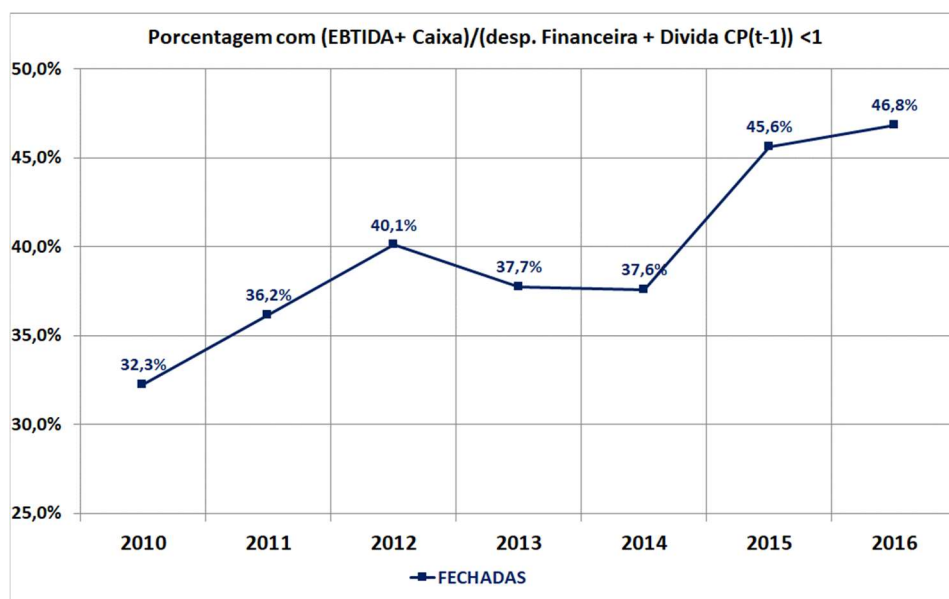


GRAFICO 26



Fica evidenciada uma divergência significativa das tendências observadas em 2016 nos índices que refletem a consolidação dos balanços das empresas, que indicam uma variação positiva, e os indicadores que mostram um aumento da proporção de empresas com situação financeira mais difícil. O exame da questão aponta para o fato de que as empresas maiores, cujo valor absoluto de dívida e geração de caixa é mais elevado e tem maior impacto nos valores agregados, tiveram desempenho favorável, em contraste com uma deterioração dos indicadores das empresas de menor porte.

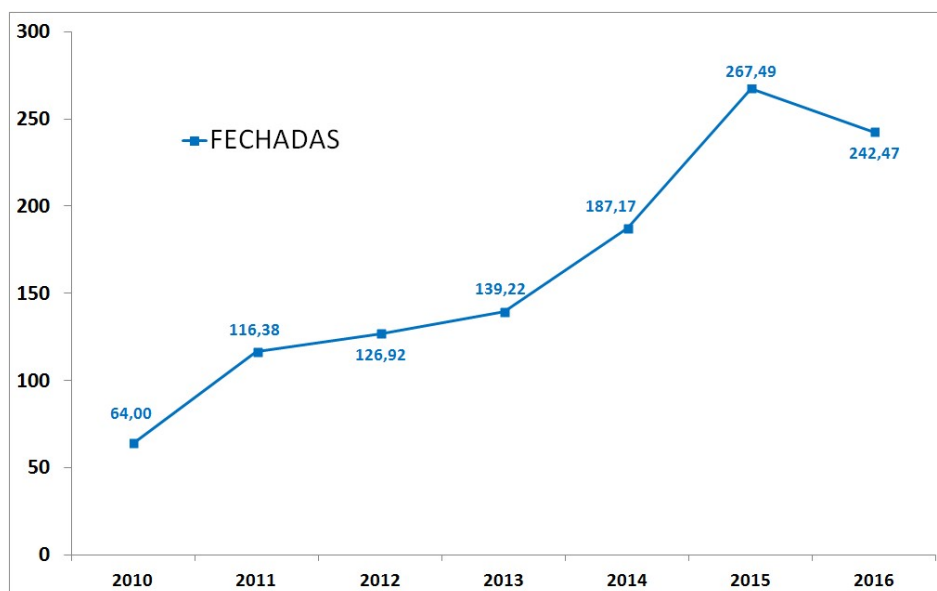
4.2.2 Dívida bruta das empresas

A dívida bruta das empresas fechadas apresenta uma queda da ordem de 10% em 2016, como evidenciado no **Gráfico 27**.

GRÁFICO 27

DÍVIDA DAS EMPRESAS FECHADAS COM EBITDA/DESP. FINANCEIRAS <1

R\$ BILHÕES



4.2.3 Mediana dos indicadores

A Tabela 15 resume a mediana de alguns indicadores de endividamento (coluna 2), geração de caixa para cobrir despesas financeiras (coluna 1) e recursos disponíveis em cada ano para cobrir o serviço da dívida de curto prazo, correspondente à soma de despesas financeiras mais amortização da dívida que vence nesse ano (coluna 3).

TABELA 15

EMPRESAS FECHADAS MEDIANA DOS INDICADORES

Anos	EBITDA / Despesa Financeira (1)	Dívida Financeira Líquida / EBITDA (2)	(EBITDA+ Caixa(t-1)) / (desp. Financeira + Dívida CP(t-1)) (3)
2010	2,75	0,65	1,92
2011	2,24	0,94	1,69
2012	2,57	1,01	1,42
2013	2,63	1,02	1,56
2014	2,39	1,13	1,42
2015	1,65	1,02	1,18
2016	1,78	0,77	1,13

Ajudados por uma queda da ordem de 25% do endividamento em 2016 em relação a 2015 (de 1,02 para 0,77), o indicador da capacidade de cobertura de despesas financeiras teve aumento

da ordem de 8% (de 1,65 para 1,78). Igual desempenho não se observa no indicador de cobertura do serviço de dívida, com um a pequena redução (de 1,18 para 1,13), embora ainda se mantenha acima do valor de referência, maior que 1.

4.3 Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento por porte da empresa

É importante examinar a situação das empresas classificadas por porte, levando em conta as diferenças de acesso a fontes de financiamento e custos dependendo do tamanho da empresa. A **Tabela 16** mostra a distribuição das empresas fechadas por porte, de acordo com as classes de tamanho adotadas pelo BNDES⁴.

TABELA 16

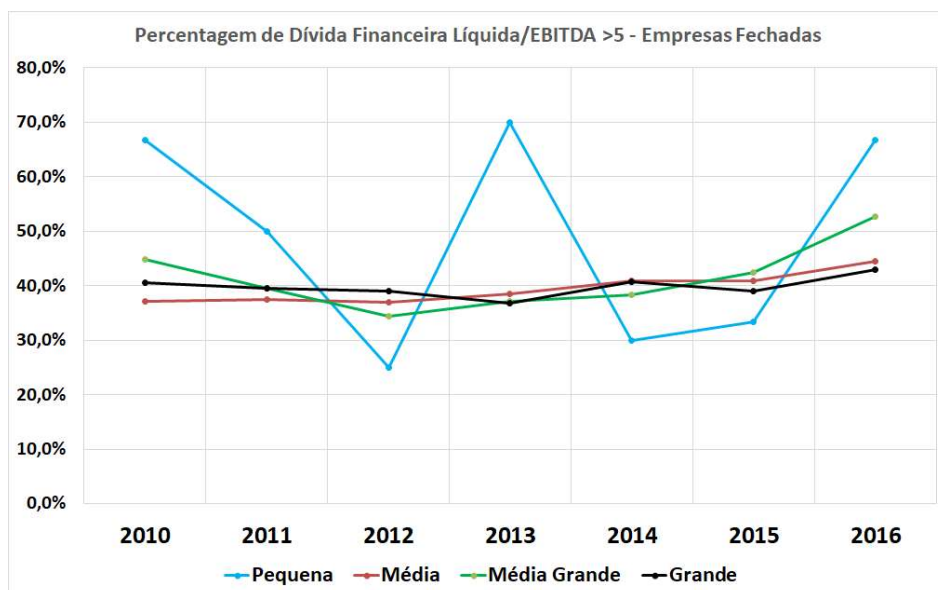
EMPRESAS FECHADAS COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA POR TAMANHO

Pequena	12
Média	155
Média Grande	321
Grande	606
Total	1094

No **Gráfico 28** observa-se a evolução da porcentagem de empresas com dívida líquida maior que a referência, equivalente a cinco vezes sua geração de caixa. Descartando os índices das empresas pequenas, cuja variância pode refletir resultados gerados por uma amostra muito reduzida, os números atribuídos às demais classes de tamanho se apresentam muito próximos e relativamente estáveis. Os números de 2016 dessas classes de tamanho indicam alguma aumento da proporção de empresas com endividamento muito elevado em relação à sua geração e caixa.

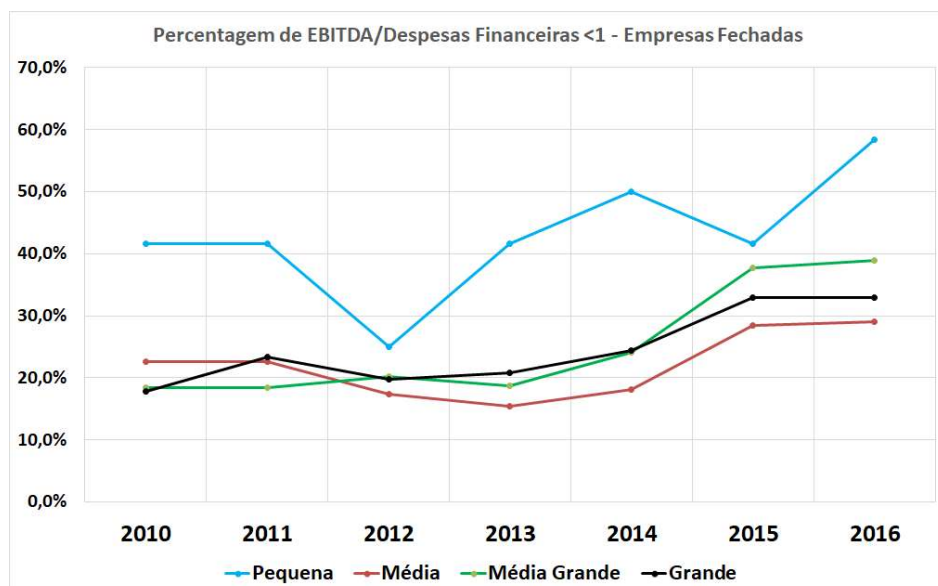
⁴ Com base no valor da receita operacional bruta: bruta: empresas pequenas até R\$ 3,6 milhões; médias de R\$ 3,6 milhões a R\$ 90 milhões, média grande de R\$ 90 milhões a R\$ 300 milhões; grandes, acima de R\$ 300 milhões.

GRÁFICO 28



O **Gráfico 29** apresenta a evolução da percentagem de empresas por classe de tamanho com geração de caixa insuficiente para cobrir as despesas financeiras no período de 2010 a 2016.

GRÁFICO 29



Os indicadores para 2016 também não sugerem melhoria na proporção de empresas que conseguem cobrir as despesas financeiras com sua geração de caixa. Teria aumentado a proporção de empresas pequenas nessa situação, enquanto que nas demais classes de tamanho a situação em 2016 é praticamente igual à observada em 2015.

5. SITUAÇÃO FINANCEIRA DA AMOSTRA TOTAL: EMPRESAS ABERTAS EX-PETROBRAS E EMPRESAS FECHADAS

5.1 Indicadores agregados de situação financeira

5.1.1 Endividamento

Os números da **Tabela 17**, mostram o nível e algumas características do endividamento agregado do total da amostra. Em 2016 o índice de alavancagem (coluna 1) tem queda da ordem de 10%, ao mesmo tempo em que a queda muito maior, da ordem de 27%, quando a dívida líquida é comparada com a geração de caixa, sugerindo um comportamento mais positivo desta última. Observa-se também uma relativa estabilidade da composição da dívida em termos de moeda estrangeira e participação da dívida de curto prazo.

TABELA 17

INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO AMOSTRA TOTAL

EMPRESAS ABERTAS EX PETRO E FECHADAS

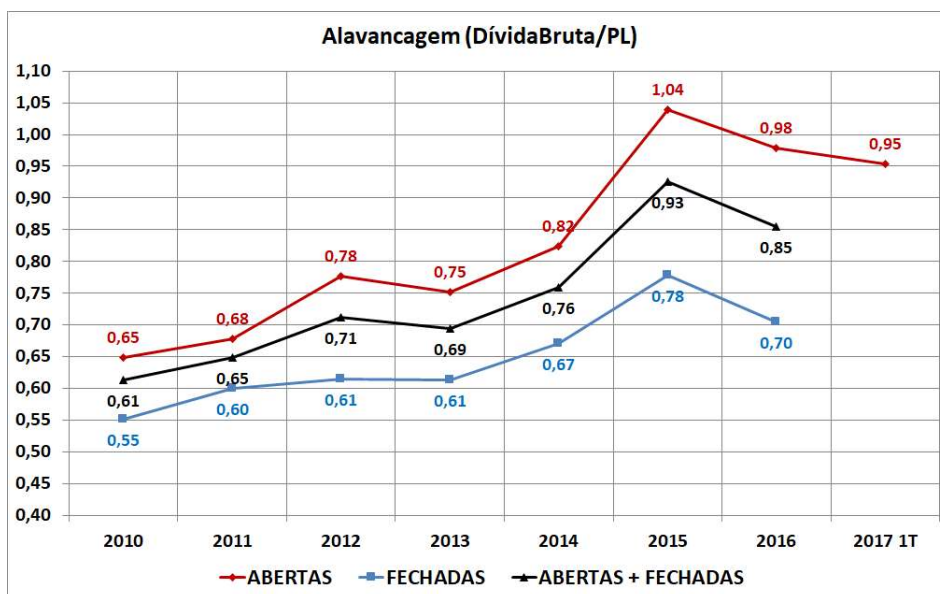
Anos	Dívida Bruta/PL (1)	Dívida Estrangeira/ Dívida Total (2)	Dívida CP (3)	Dívida Financeira Líquida/EBTIDA (4)
2010	0,61	22,6%	23,1%	1,44
2011	0,65	21,1%	25,2%	1,73
2012	0,71	24,4%	23,5%	2,24
2013	0,69	27,0%	21,7%	2,00
2014	0,76	28,0%	23,9%	2,25
2015	0,93	32,2%	23,4%	3,26
2016	0,85	29,4%	24,5%	2,37

No **Gráfico 30** é possível extrair algumas indicações do desempenho das empresas no primeiro trimestre de 2017, com base nos indicadores das empresas abertas.

GRÁFICO 30

INDICES DE ALAVANCAGEM: EMPRESAS ABERTAS (EX-PETRO)

EMPRESAS FECHADAS E TOTAL DA AMOSTRA



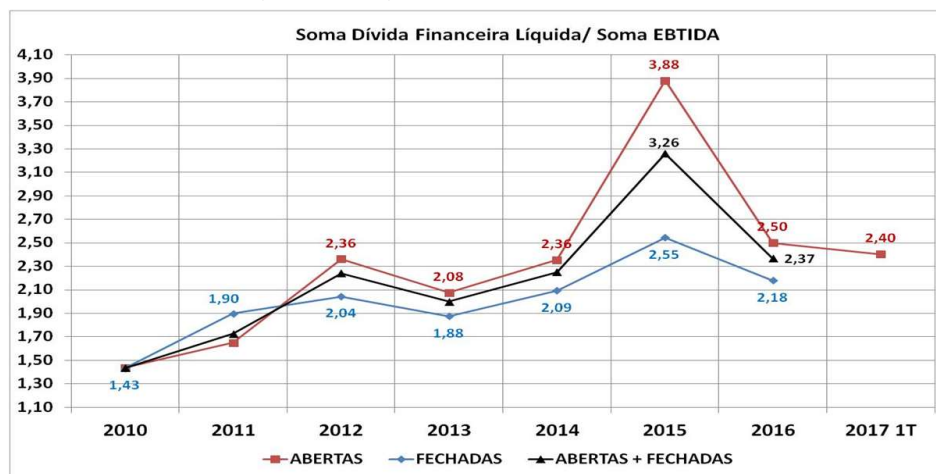
Como é usual, a alavancagem das empresas abertas em geral é mais elevada que as fechadas, levando em conta a obtenção de menores custos de capital e maior acesso ao crédito bancário e ao mercado de capitais. Dada a elevada correlação entre os indicadores de alavancagem de empresas abertas e fechadas no período de 2010 a 2016, é razoável supor que o endividamento das fechadas tenha mantido no primeiro trimestre de 2017 a tendência de queda iniciada em 2016 observado no caso das empresas abertas.

Indicação semelhante pode ser extraída da medida de dívida em relação à geração de caixa, cuja evolução é apresentada no **Gráfico 31**.

GRÁFICO 31

INDICES DE ENDIVIDAMENTO EM RELAÇÃO A EBITDA

EMPRESAS ABERTAS (EX-PETRO), EMPRESAS FECHADAS E TOTAL DA AMOSTRA



5.1.2 Capacidade de pagamento do serviço de dívida

Na **Tabela 18** são apresentados os dois indicadores utilizados neste trabalho para mensurar a capacidade financeira das empresas para cobrir os gastos com o serviço de dívida. Verifica-se em 2016 uma evolução significativa do indicador de cobertura de despesas financeiras, de valor inferior à unidade em 2015, de 0,76, para 1,40 em 2016,. Por sua vez, pode-se observar também evolução favorável na capacidade de cobrir o serviço de dívida, de 1,01 em 2015 para 1,36 em 2016.

TABELA 18

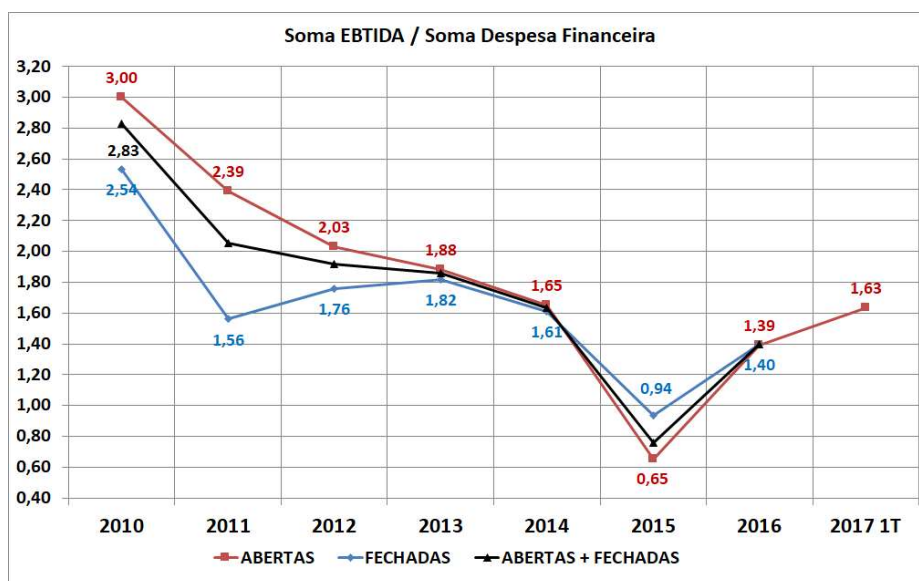
Indicadores de Capacidade de Pagamento

Empresas Fechadas e Abertas (ex Petro)

Anos	EBTIDA/Despesa Financeira	(EBTIDA+ Caixa)/(desp. Financeira + Dívida CP(t-1))
2010	2,83	2,33
2011	2,06	1,81
2012	1,92	1,67
2013	1,86	1,74
2014	1,63	1,65
2015	0,76	1,01
2016	1,40	1,36

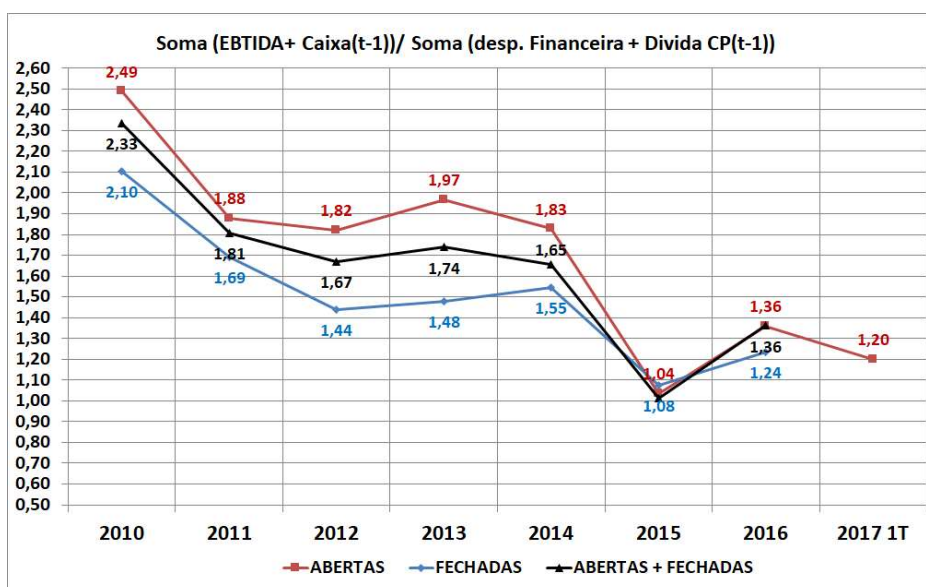
Utilizando os indicadores de cobertura das despesas financeiras das empresas abertas referentes ao período anual terminado no primeiro trimestre de 2017, pode-se dizer que nesse período as empresas da amostra mantiveram a tendência a favorável iniciada em 2016, como demonstrado no **Gráfico 32**.

GRÁFICO 32 - GERAÇÃO DE CAIXA VERSUS DESPESAS FINANCEIRAS EMPRESAS ABERTAS (EX PETRO) FECHADAS E TOTAL DA AMOSTRA



Como se observa no **Gráfico 33**, o indicador de cobertura de despesas financeiras e amortização de dívida das empresas abertas para o primeiro trimestre de 2017 têm uma pequena reversão do movimento favorável observado em 2016 em relação a 2015, ainda em nível 20% acima do valor de referencia. De qualquer modo, esse numero ainda está consideravelmente abaixo do observado antes do agravamento da crise. Por exemplo, em 2014 o indicador era de 1,83.

GRÁFICO 33 - GERAÇÃO DE CAIXA MAIS DISPONÍVEL (t-1) VERSUS DESPESAS FINANCEIRAS MAIS AMORTIZAÇÃO DE DÍVIDA DE CURTO PRAZO EMPRESAS ABERTAS (EX PETRO) FECHADAS E TOTAL DA AMOSTRA



5.2 Distribuição das empresas por situação financeira

5.2.1 Porcentagem das empresas com indicador inferior ao valor de referencia

A **Tabela 19** apresenta a evolução da porcentagem de empresas da amostra total com indicadores de endividamento e capacidade de pagamento fora dos valores de referencia sugeridos.

TABELA 19

PORCENTAGEM DE EMPRESAS COM INDICADORES FORA DAS REFERÊNCIAS

AMOSTRA TOTAL

Anos	Dívida Financeira Líquida/EBITDA>5 (1)	EBITDA/Despesa Financeira <1 (2)	(EBITDA+ Caixa) / (Despesa Financeira+ Dívida CP(t-1))<1 (3)
2010	38,7%	23,6%	32,4%
2011	37,9%	26,4%	35,7%
2012	37,0%	24,9%	40,3%
2013	37,0%	23,1%	36,9%
2014	40,1%	27,9%	37,4%
2015	41,3%	38,1%	45,7%
2016	45,5%	38,4%	46,3%

O desempenho desses indicadores na amostra total reproduz o observado separadamente nas amostras de empresas abertas e fechadas. Não obstante os indicadores de dívida e capacidade de pagamento de serviço de dívida calculados sobre os valores agregados avanços em 2016, o mesmo não ocorre quando se analisa a evolução da porcentagem de empresas com problemas financeiros. Como se vê na Tabela 13, os três indicadores mostram ainda um aumento da porcentagem de empresas com endividamento elevado e com geração de caixa inferior às despesas financeiras e ao serviço de dívida.

Os **Gráficos 34 e 35** permitem observar a evolução dos indicadores de capacidade de pagamento das empresas abertas, fechadas e da amostra total. As indicações são relativamente contraditórias. Os dados das companhias abertas para o período de quatro trimestres terminados no primeiro trimestre de 2017 registram uma pequena redução da porcentagem de empresas com geração de caixa insuficiente para cobrir despesas financeiras, de 47,7% para 46,4% (Gráfico 44), enquanto que no Gráfico 45 a porcentagem de empresas abertas com indicador inferior à unidade salta de 43,4% para 52,3%.

GRÁFICO 34

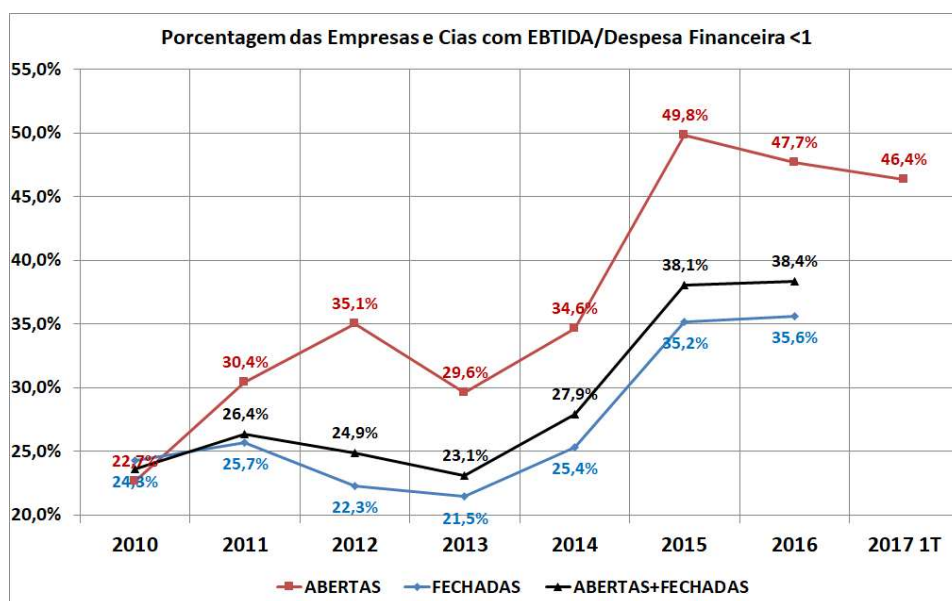
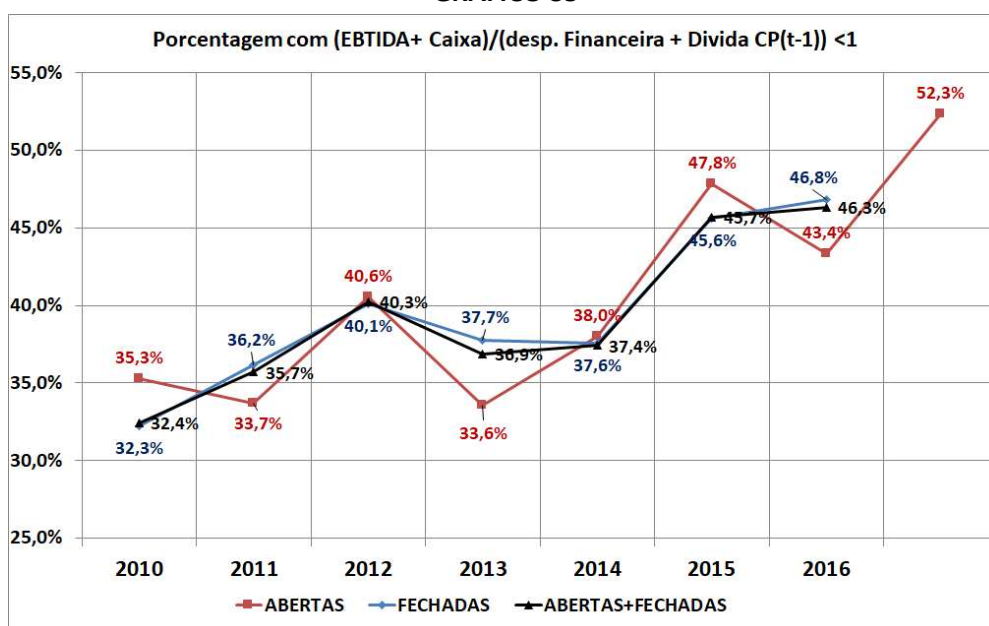


GRÁFICO 35



5.2.2 Dívida bruta das empresas

Os **Gráficos 36 e 37** reforçam a percepção de que a melhora de situação financeira em 2017 concentra-se nas empresas maiores, enquanto que não parcela considerável do total da amostra não apresenta avanços. No **Gráfico 36**, a dívida financeira bruta das abertas e fechadas já haviam caído em 2016 e os dados das abertas para 2017T1 sugerem continuidade desse movimento. O mesmo padrão se observa no Gráfico 47, em que a porcentagem da dívida de empresas abertas com EBITDA/Des. Financeira <1 em relação ao total da dívida

dessas empresas continua em queda para 28,1% em 2017T1, numero que se compara por exemplo com os 58,7% atingidos em 2015.

GRÁFICO 36

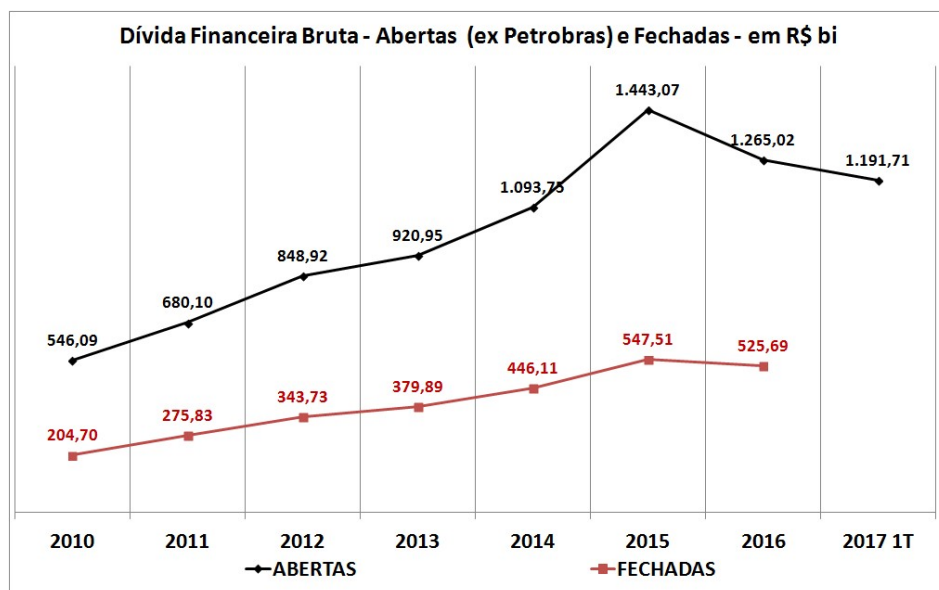
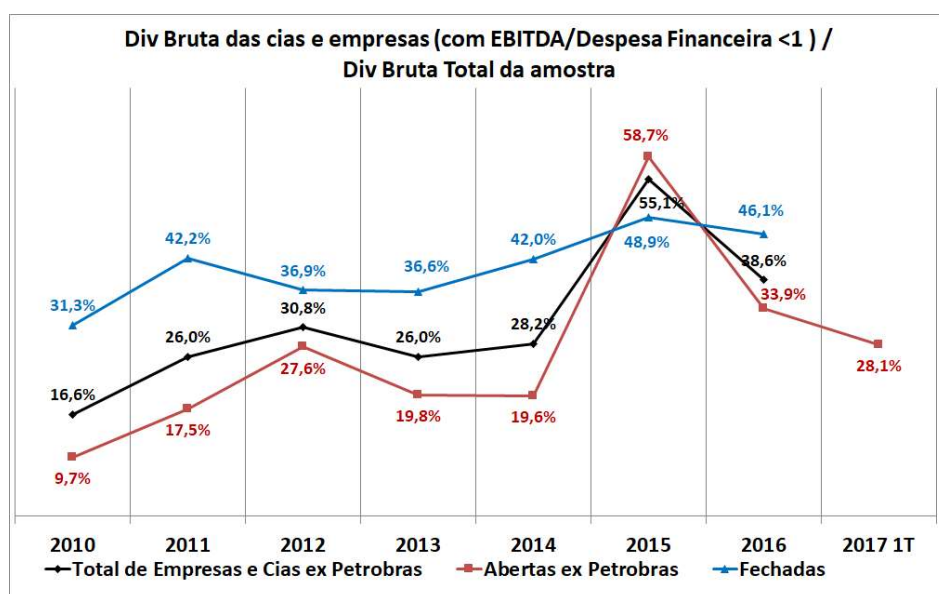


GRÁFICO 37

**PORCENTAGEM DA DÍVIDA DAS EMPRESAS COM
(EBITDA/DESPESA FINANCEIRA) < 1 NA DÍVIDA TOTAL**



5.2.3 Mediana dos indicadores

A **Tabela 20** mostra uma redução significativa da mediana do indicador de endividamento relacionado com a geração de caixa na amostra total (coluna 1), de 1,11 para 0,86, movimento

esse que não se repete nos indicadores de capacidade de pagamento, que se mantem relativamente estáveis, com variação muito reduzida.

TABELA 20

MEDIANA DOS INDICADORES DE DÍVIDA E CAPACIDADE DE PAGAMENTO

AMOSTRA TOTAL ABERTAS EX PETROBRAS E FECHADAS

Anos	Dívida Financeira Líquida/EBTIDA (1)	EBTIDA/Despesa Financeira (2)	(EBTIDA+ Caixa(t-1))/(desp. Financeira + Dívida CP(t-1)) (3)
2010	0,77	2,55	1,76
2011	1,02	2,15	1,62
2012	1,14	2,41	1,39
2013	1,19	2,43	1,51
2014	1,28	2,19	1,41
2015	1,11	1,49	1,16
2016	0,86	1,52	1,15

5. IMPACTO POTENCIAL SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO

A **Tabela 21** resume os dados do total de dívida bancária e do mercado de dívida corporativa, ao lado das estimativas da dívida de empresas abertas e fechadas da amostra com indicadores de geração de caixa inferiores às suas despesas financeiras.

TABELA 21

CREDITO BANCÁRIO, TÍTULOS DE DÍVIDA E DÍVIDA EM MOEDA NACIONAL

DAS EMPRESAS DA AMOSTRA COM EBITDA/(DESP. FINANCEIRA < 1)

Anos	Cred PJ Bancos Total R\$ bi	Títulos de Dívida Total R\$ bi	Abertas Moeda Nacional com EBITDA/DF <1	Fechadas Moeda Nacional com EBITDA/DF <1 -	Abertas + Fechadas Moeda
2.010	936,9	217,5	30,5	24,9	55,3
2.011	1113,7	286,3	53,9	35,3	89,2
2.012	1294,3	361,8	106,7	32,3	139,0
2.013	1465,7	454,8	82,1	38,3	120,4
2.014	1605,4	536,9	120,2	55,3	175,6
2.015	1707,2	575,1	303,7	50,6	354,3
2016	1544,9	609,4	219,4	40,3	259,7
2017 1T	1502,5	575,7	153,5		

Na **Tabela 22** e no **Gráfico 38** são apresentadas as estimativas da porcentagem representada pelas dívidas bancárias e de mercado de capitais de empresas abertas e fechadas da amostra com indicadores da capacidade de pagamento abaixo de 1, em relação ao saldo total de crédito bancário e de títulos de dívida corporativa.

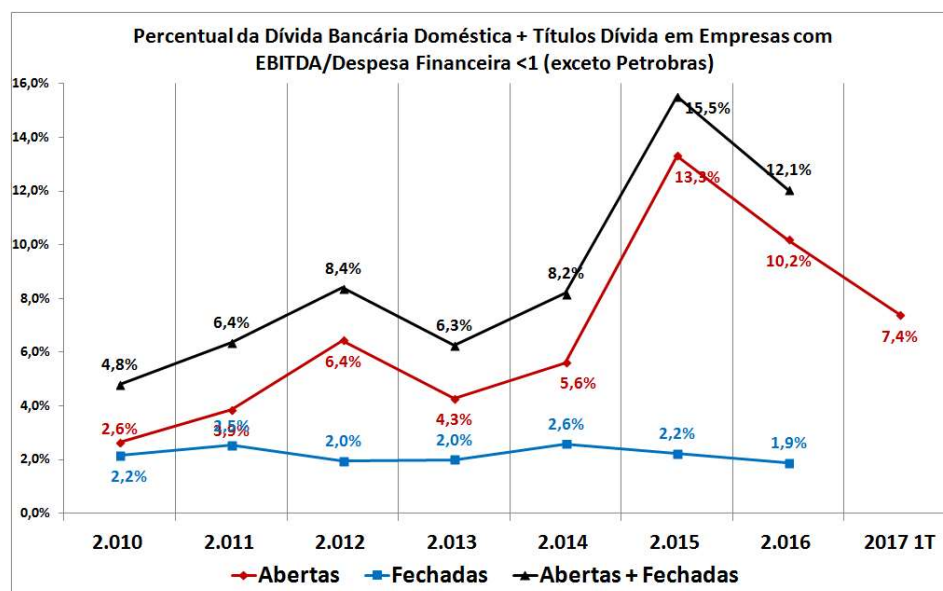
TABELA 22

% DA DÍVIDA EM MOEDA NACIONAL DAS EMPRESAS DA AMOSTRA COM EBITDA/(DESP. FINANCEIRA < 1) EM RELAÇÃO AO SALDO DE CREDITO BANCÁRIO + TÍTULOS DE DÍVIDA

Anos	Cred PJ Bancos Total R\$ bi	Abertas Moeda Nacional com EBITDA/DF <1 - Amostra	Fechadas Moeda Nacional com EBITDA/DF <1 - Amostra	Abertas + Fechadas Moeda Nacional com EBITDA/DF <1 - Amostra
2.010	1154,4	2,6%	2,2%	4,8%
2.011	1400,0	3,9%	2,5%	6,4%
2.012	1656,2	6,4%	2,0%	8,4%
2.013	1920,4	4,3%	2,0%	6,3%
2.014	2142,3	5,6%	2,6%	8,2%
2.015	2282,4	13,3%	2,2%	15,5%
2016	2154,3	10,2%	1,9%	12,1%
2017 1T	2078,2	7,4%		

GRÁFICO 38

% DA DÍVIDA EM MOEDA NACIONAL DAS EMPRESAS DA AMOSTRA COM EBITDA/(DESP. FINANCEIRA < 1) EM RELAÇÃO AO SALDO DE CREDITO BANCÁRIO + TÍTULOS DE DÍVIDA



Fica evidenciada acentuada queda da parcela representada pela dívida de empresas em situação financeira mais difícil em relação ao saldo total de dívida doméstica nos bancos e no mercado de capitais. A velocidade de queda acentua-se em 2017T1, levando em conta que a queda de 2,8p.p.é muito semelhante à observada na comparação anual de 2016 e 2015.

6. CONCLUSÕES

1. De um modo geral os indicadores calculados sobre o valor consolidado de balanços da amostra total (empresas abertas e fechadas) e de sua mediana, mostram uma evolução favorável em 2016 e, para as empresas abertas, uma continuidade dessas melhorias nos quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2017. Observa-se, em ambos os casos uma redução dos índices de endividamento e aumento dos indicadores de cobertura de despesa financeiras e dos serviços de dívida.
2. Entretanto não ocorrem avanços significativos e por vezes se observam retrocessos quando se analisa a evolução da porcentagem de empresas com problemas financeiros; ainda nos quatro trimestres encerrados no primeiro trimestre de 2017, 46,4% das empresas abertas não tinham gerado caixa suficiente para cobrir suas despesas financeiras, porcentagem essa que se eleva a 52,3% das empresas nas quais a geração de caixa somada ao disponível inicial foi inferior ao serviço de dívida (despesas financeiras mais amortização da dívida vencida no período).
3. Nessas condições, existem razões para acreditar que a melhoria da situação financeira tem ocorrido principalmente nas maiores empresas, cujo valor de dívida é mais elevado e provavelmente tem sido objeto de maior atenção e esforço de renegociação por parte dos bancos, enquanto que para uma parcela considerável de outras empresas a situação ainda é desafiadora.
4. Tudo indica que muitas empresas ainda enfrentam situação financeira difícil, que pode comprometer inclusive sua capacidade de resposta aos primeiros sinais de recuperação da demanda observados nos primeiros meses de 2017, ou mesmo dificultar a consolidação desse ciclo. Eventualmente, a adoção de um programa especial voltado para o financiamento de capital de giro com apoio do BNDES e bancos privados, combinado também com adoção de mecanismos de mitigação de riscos operacionais e de crédito pode ser desejável e oportuno.