

COMPARAÇÃO DE INDICADORES DE DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIROS DAS QUATRO MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS DE TRANSPORTE AÉREO REGULAR NO CENÁRIO INTERNACIONAL

UB-00048399-6

Heloisa Márcia Pires, MSc (*)

Elton Fernandes, PhD (**)

Resumo: Este artigo investiga o desempenho financeiro, em um contexto mundial, da TAM, Varig, Transbrasil e Vasp, consideradas as principais companhias de aviação civil brasileiras. A análise demonstrou que a TAM está obtendo lucros satisfatórios. Por outro lado, Varig, Transbrasil e Vasp precisam melhorar sua capacidade financeira que está fraca para um cenário de crescente demanda e da crescente competição no mercado doméstico livre. Embora tivessem mostrado diferenças no grau de risco e retorno, são companhias que apresentam riscos para investimento, com retornos baixos. Elas poderiam reduzir suas dívidas e aumentar seus resultados. Estas empresas estão alinhadas com as tendências mundiais de se fazer alianças. Isto representa uma oportunidade estratégica de associamento, que possa ajudá-las a resolver seus problemas financeiros.

Palavras-Chave: Desempenho Financeiro, Transporte Aéreo, Aliança financeira

1. INTRODUÇÃO

A aviação civil brasileira passa por transformações relativas à liberalização do mercado doméstico. As empresas estão sendo expostas a uma competição que anteriormente não havia. Neste artigo é analisada a capacidade financeira destas empresas para crescer viabilizando o atendimento da demanda em um mercado livre. Foram consideradas as quatro empresas de capital aberto brasileiras num contexto total de 43 empresas no mundo. Esta análise se restringe ao ano de 1996 quando as empresas já podiam colher os benefícios da moeda nacional estável.

2. CARACTERÍSTICAS DA INDÚSTRIA DO TRANSPORTE AÉREO

A indústria do transporte aéreo é regulamentada mundialmente. Isto implica em uma divisão geo-política dos mercados. As empresas obtêm a licença para atuar fora das fronteiras nacionais somente por um acordo de reciprocidade. Uma empresa irá transportar passageiros de seu país

para um outro se, e somente se, uma empresa do outro país transportar passageiros para o seu. A competição não é livre e os mercados são protegidos. Estas decisões foram compostas pela Convenção de Chicago (regulamentação básica da aviação civil mundial) em 1944.

Nos mercados domésticos atuam empresas nacionais. Grande parte desses mercados são também regulamentados, sendo que, em alguns países, em momentos diferentes no tempo, houve a desregulamentação, com conseqüente liberdade de competição.

Além da regulamentação do setor, outra relevante barreira de entrada para a concorrência é a necessidade de capital. O negócio de transporte aeroviário de passageiros e cargas requer um imobilizado expressivo na composição do ativo. O capital fixo, para a constituição e manutenção das operações da empresa é grande. No entanto, este capital imobilizado, constituído pelos aviões e peças de reposição, pode ser utilizado por outras empresas. Diante de uma dificuldade financeira, a empresa tem a alternativa de dar em garantia estes ativos tangíveis para financiamento ou mesmo vendê-los.

Como opção à imobilização pode-se fazer o arrendamen-

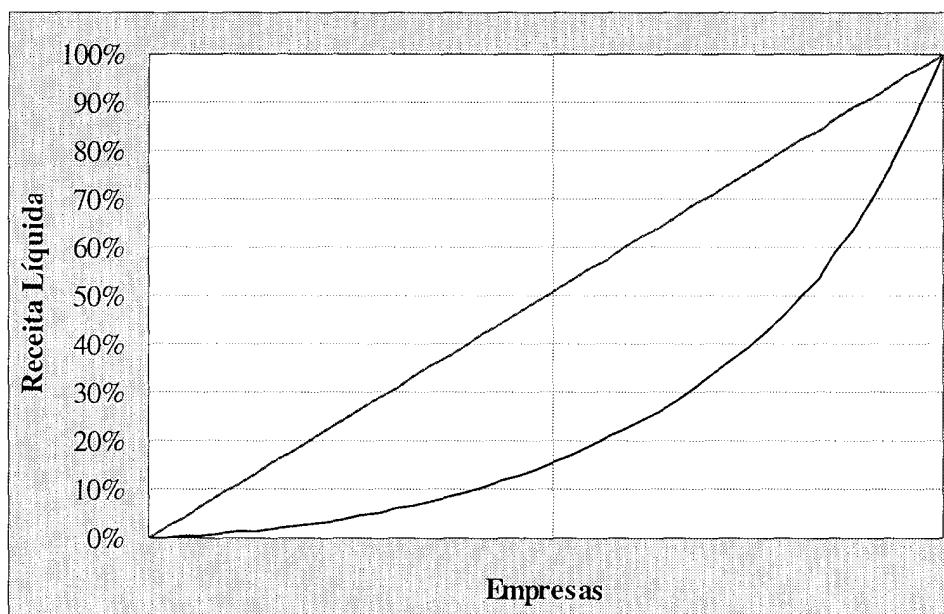
* PEP/COPPE/UFRJ - Centro de Tecnologia, sala F-108. Rio de Janeiro/RJ - 21945-970
E-mail pires@domain.com.br - Fax (021)549-6861

** PEP/COPPE/UFRJ - Centro de Tecnologia, sala F-108. Rio de Janeiro/RJ - 21945-970
E-mail elton@pep.ufrj.br - Fax (021)590-4144

to mercantil (*leasing*) das aeronaves. No contrato de *leasing* operacional a empresa arcará com o custo do *leasing* não fazendo imobilização de capital. Desta maneira, as empresas tem duas alternativas ao acesso às aeronaves que precisam para a manutenção de seu negócio: a compra ou o *leasing* operacional do equipamento.

Em grande parte devido a necessidade de imobilizações, as empresas de aviação dão especial atenção aos ganhos relativos às economias de escala. Quanto maior for a empresa, menores serão seus custos fixos unitários. O tamanho representa, a princípio, uma variável relevante no negócio. Esta pode ser considerada uma razão para a concentração do setor mostrada pela Figura 1.

Figura 1 - Curva de Lorentz para Empresas de Aviação, 1996.



A Curva de Lorentz para empresas de aviação nos mostra que aproximadamente 15% do total da receita líquida de 1996 foi de 50% das empresas selecionadas. Por oposição, 85% da receita líquida esteve concentrada nos outros 50% das empresas. No total de 45 empresas, a receita é dividida igualmente por um grupo de 37 empresas e outro de 8 empresas.

3. ANÁLISE DA CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS ECONÔMICO-FINANCEIRAS

As variáveis consideradas foram: alavancagem financeira (AF), giro do ativo total (GAT), margem líquida (ML), retorno do patrimônio líquido (RPL), margem operacional (MO), giro do capital investido na operação (GKI) e retorno do capital investido na operação (ROP). A matriz de correlação para as variáveis encontram-se no Quadro 1.

Quadro 1 - Matriz de Correlação das Variáveis.

Variáveis	AF	GA	ML	RPL	MO	GKI	ROP
AF	1,00	-0,04	-0,03	0,60	-0,13	-0,04	-0,13
GA	-0,04	1,00	0,09	-0,04	0,12	0,56	0,31
ML	-0,03	0,09	1,00	0,57	0,83	0,01	0,56
RPL	0,60	-0,04	0,57	1,00	0,30	-0,12	0,29
MO	-0,13	0,12	0,83	0,30	1,00	0,09	0,68
GKI	-0,04	0,56	0,01	-0,12	0,09	1,00	0,58
ROP	-0,13	0,31	0,56	0,29	0,68	0,58	1,00

Verificou-se existir correlação de 60% entre as variáveis alavancagem financeira e RPL e de 57% entre as variáveis margem líquida e RPL. Isto sugere que a empresa pode obter RPL por dois caminhos: endividando-se ou obtendo resultados líquidos positivos. Em muitos casos administrar o negócio e obter margem líquida tem sido um caminho pe-

noso pois a empresa tem que administrar eficientemente o negócio a nível operacional e financeiro. Como alternativa para obter-se RPL contrata-se dívida. Foi observado que das empresas que apresentaram elevado grau de alavancagem, 69% apresentam também baixa margem líquida. Estas empresas com elevada alavancagem financeira e baixa

margem líquida não obtiveram RPL em 86% dos casos. Esta observação é relevante na medida em que um alto grau de endividamento agravado pela escassez de retornos líquidos positivos compõe o cenário de um negócio de elevado risco. Em uma outra hipótese verificou-se que as empresas que conseguiram margem líquida e RPL, em 77% dos casos, foi com relativo pouco endividamento.

Observou-se existir uma correlação de 68% entre a margem operacional e o ROP, e de 58% entre o giro do capital investido e o ROP. Uma operação gerida eficientemente é aquela que mostra um ROP positivo. Assim, as empresas mostram eficiência em sua operação através do retorno operacional positivo ou da eficiência no uso do capital em gerar receita. Ademais observou-se uma correlação de 83% entre a margem líquida e a margem operacional. Assim quando a empresa usa somente o endividamento para gerar RPL, além de se tornar mais arriscada estará comprometendo a geração de ROP, o que em última análise pode trazer conseqüências para a continuidade da empresa, comprometendo o seu futuro no mercado. O Anexo 1 mostra os valores das variáveis por empresa.

4. DESEMPENHO DAS EMPRESAS NO CONTEXTO MUNDIAL

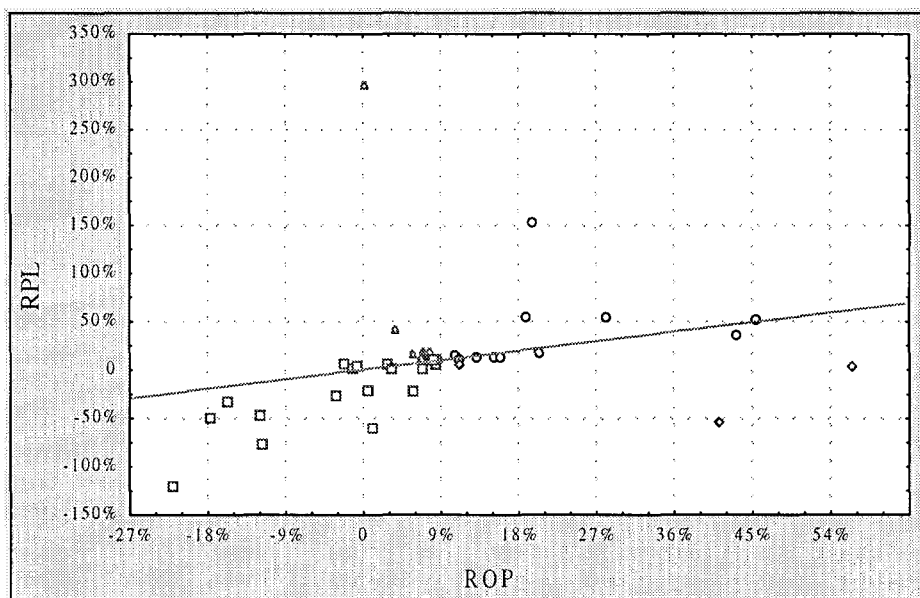
A amostra foi dividida em quatro grupos relacionados tanto com o desempenho do capital do acionista, RPL, quanto

com o desempenho operacional, ROP:

1. RPL > 10% e ROP > 9%,
2. RPL ≤ 10% e ROP ≤ 9%,
3. RPL < 10% e ROP > 9% e
4. RPL > 10% e ROP < 9%.

O grupo 1 é aquele constituído de empresas que obtiveram RPL e ROP acima da média. Estas empresas são as de mais alto desempenho. Estão neste grupo: American Airlines, Air 2000, Air New Zealand, Alaska Air Group, Continental Airlines, Federal Express, Lufhansa, Southwest Airlines, TAM, UAL e US Airways. As do grupo 2 são as de mais fraco desempenho, incluindo desempenho negativo tanto a nível operacional quanto a nível do capital do acionista. Estão neste grupo: Air France, Airbone Express, America West Airlines, Amtran, Austrian Airlines, Braathens Safe, China Airlines, Gulf Air, KLM, Korean Air, Martinair Holland, Pakistan International, Sabena, Singapore Airlines, Swissair, TransWorld Airlines, Valujet e Varig. As empresas do grupo 3 são aquelas com RPL abaixo da média podendo ser negativo, mas com desempenho operacional acima da média. Neste grupo estão as empresas: Delta Airlines, Iberia e Transbrasil. No grupo 4 encontram-se empresas com RPL alto, porém desempenho operacional abaixo da média podendo ser negativo. Estas empresas são: Aer Lingus, Air Canada, Ansett Australia, British Airways, Cathay Pacific, Emirates, Finnair, Qantas, SAS, Thai Airways e Vasp. Ver Figura 2.

Figura 2 - ROP e RPL para Empresas de Aviação Seleccionadas, 1996.



As empresas brasileiras, TAM, Varig, Transbrasil e Vasp, ficaram posicionadas cada uma em um grupo, confirmando a diferença existente entre elas. A TAM pertence ao grupo 1, o de mais alto desempenho tanto de ROP quanto de RPL. Tem equilíbrio financeiro e está mantendo crescimento de vendas inclusive ganhando *market share*. Ver Figura 3. É a

menor empresa brasileira em receita líquida, de capital aberto, mas partilha do grupo mais eficiente, em termos financeiros, com as maiores empresas do mundo.

A Varig está agrupada às empresas de mais fraco desempenho - grupo 2. É a maior e mais antiga empresa nacional. Tem tido queda de receita líquida e vem passando por um

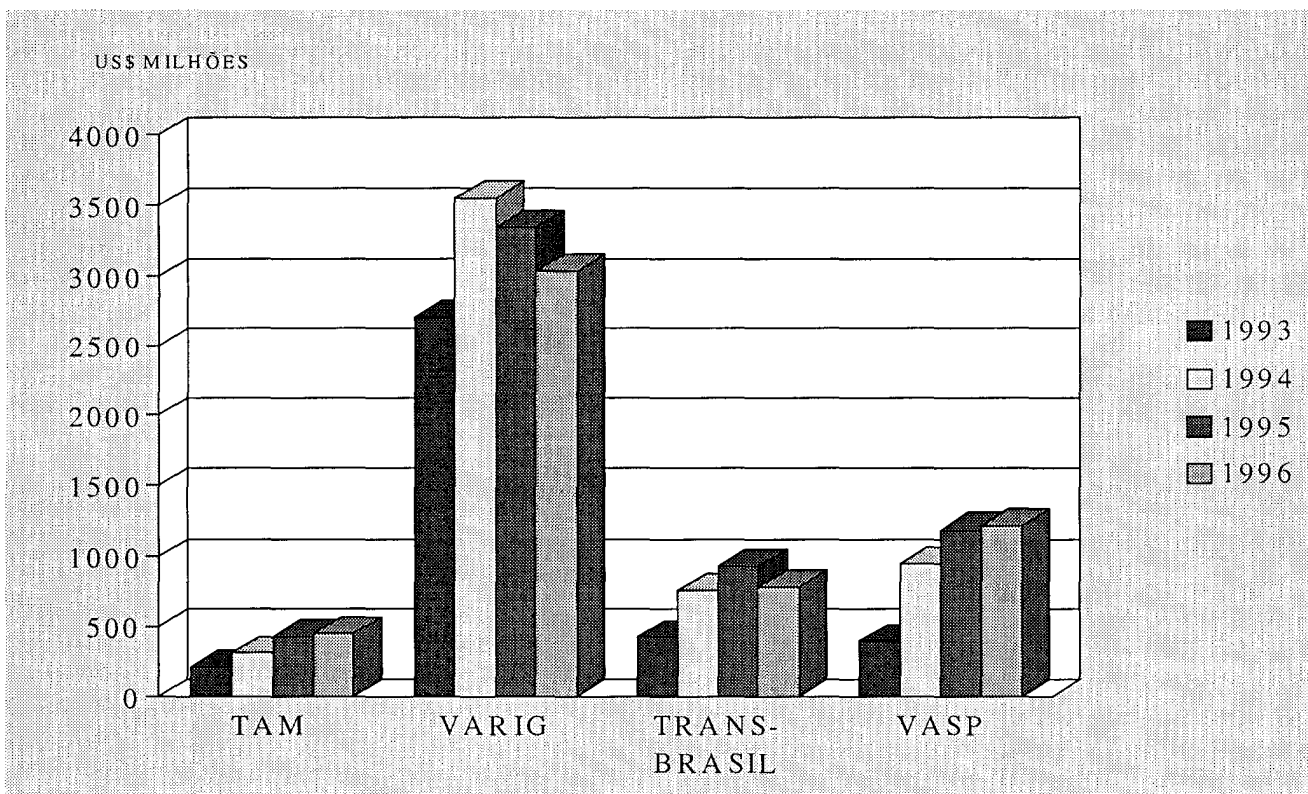
processo de reestruturação amplo.

A Transbrasil pertence ao grupo 3. É uma empresa que devido a persistência de prejuízos líquidos comprometeu todo o seu capital apresentando passivo a descoberto. Por isso, mostra um desempenho de capital fraco. Tem um grau de alavancagem financeira alto. Precisa resolver seus problemas de endividamento para manter-se em operação no mercado. É uma empresa arriscada, mas operacionalmente sadia.

A Vasp está no quarto grupo. Mantém crescimento de receita líquida e reverte sua posição de passivo a descoberto em patrimônio líquido. Tem um endividamento elevado e por isto consegue um RPL espetacular. Não consegue apresenta operacional. É uma empresa de elevado risco financeiro combinado com desempenho operacional nulo.

A Varig, a Transbrasil e a Vasp são empresas que merecem atenção e estão, no momento, necessitando de transformações para que possam manter-se competitivas no mercado.

**Figura 3 - Receita Líquida das Empresas Brasileiras de Aviação.
(Em moeda constante de 1996)**



5. A FORMAÇÃO DE ALIANÇAS

A aviação civil mundial está passando por transformações inovadoras. Acordos estão sendo implementados determinando um novo desenho para o setor. Empresas estão procurando alianças que tragam vantagens para o seu negócio. Algumas destas vantagens compreendem: atuar em um mercado fechado, atingir economia de escala, partilhar custos de pesquisa e desenvolvimento, partilhar custos de marketing e distribuição, adquirir tecnologia e reduzir risco financeiro.

Há grandes grupos atuando em parceria no mundo. Um liderado pela American Airlines em que a TAM faz parte, um outro, chamado Star Alliance, compreendendo as empresas Varig, United Airlines, Thai Airways International, Air Canada, SAS e Lufthansa e um outro que uniu as seguintes empre-

sas: Delta Airlines, Swissair, Austrian Airlines, Sabena, Korean Air e Aero Mexico em que a Transbrasil vem negociando participação. Estes acordos parecem envolver uma parceria operacional e/ou de marketing.

Nos Estados Unidos a Northwest e a Continental Airlines montaram uma aliança abrangente, uma fusão virtual. A American Airlines e a US Airways estão ligadas pelos seus programas de milhagem e está em andamento uma aliança entre a United Airlines e a Delta Airlines. Estes acordos tem sido analisados pelo departamento de justiça dos Estados Unidos, em uma atitude preventiva quanto a formação de cartel.

A legislação brasileira atual permite participação de capital estrangeiro em até 20% do capital das empresas nacionais, para a aviação civil. Os acordos que tem sido firmados pelas empresas nacionais com empresas estrangeiras não

parecem envolver a participação no patrimônio do parceiro. Ainda não é claro os termos dos contratos. No caso de joint ventures internacionais, segundo Beamish (1991), existe uma crença de serem de difícil gerenciamento.

6. CONCLUSÕES

Este artigo analisou o desempenho econômico financeiro das empresas TAM, Varig, Transbrasil e Vasp num contexto mundial. Foram consideradas as variáveis alavancagem financeira, giro do ativo total, margem líquida, retorno do patrimônio líquido, margem operacional, giro do capital investido na operação e retorno operacional.

As empresas nacionais exibiram perfis de desempenho econômico financeiro diferentes. A TAM ficou agrupada às empresas de mais alto desempenho. A Varig no grupo de mais fraco desempenho. A Transbrasil mostrou desempenho somente a nível operacional, enquanto a Vasp revelou desempenho somente a nível de retorno do capital do acionista. As três últimas empresas têm tarefa especial de transformar o seu negócio, em termos financeiros. Embora os indicadores utilizados sejam de caráter geral, estes apontam para as áreas onde as empresas brasileiras devem aprofundar estudos no sentido de desenvolver uma estratégia financeira adequada.

A aviação civil é uma indústria de serviços que apresenta como importante peculiaridade a necessidade de um aporte de capital substancial. O cenário é de demanda crescente. As ameaças impostas pela queda de barreiras determinadas pela globalização e o crescimento de um mercado, onde a demanda está nitidamente reprimida, impõem a necessidade de crescimento para que as empresas sobrevivam. A combinação destes dois fatores e a necessidade de financiamento determinam que para as companhias se viabilizarem, atendendo ao mercado, tem que buscar saúde financeira.

As empresas estão fazendo inovações compondo alianças. Uma parceria adequada pode trazer sinergias a nível financeiro, de marketing, em pesquisa e desenvolvimento e em tecnologia melhorando a competitividade do negócio. Apesar de não ser claro os termos dos contratos este pode ser um movimento estratégico relevante que proporcionará as soluções necessárias as empresas. O efeito das alianças merece maior investigação para se avaliar se estas irão se constituir em fator de melhora para as empresas brasileiras ou se constituem em um primeiro passo para a absorção destas pelas grandes empresas internacionais.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALDI, S. *A Guerra de Preços Está no Ar*. Jornal do Brasil, 03.05.98.
- BEAMISH, P., KILLING, J. P., LECRAW, D. J., CROOKELL, H. *International Management*. Irwin, 1991.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Princípios de Finanças Empresariais*. McGraw-Hill. 1992
- BRIGHAM, E. *Fundamentals of Financial Management*. Florida. The Dryden Press. 1995.
- CAREY, S. *Alianças entre Companhias Aéreas Preocupam Autoridades dos EUA*. Jornal do Brasil, 27.04.98.
- Getting Results - Airline Financial Profiles. Quadrant House, Sutton. United Kingdom. 1997.
- Relatórios Anuais e Demonstrações Financeiras Publicadas das Empresas Varig, Vasp, Transbrasil e Tam. Rio de Janeiro. Comissão de Valores Mobiliários.

Anexo 1 - Variáveis por Empresa.

1996	AF	GA	ML	RPL	MO	GKI	ROP
Aer Lingus	4.4	0.9	4%	17%	5%	1.48	7%
Air 2000	2.3	1.5	10%	35%	13%	3.39	43%
Air Canada	5.5	0.9	3%	15%	4%	1.35	6%
Air France	14.7	0.8	-5%	-59%	1%	1.22	1%
Air New Zealand	2.2	1.0	7%	16%	9%	1.24	11%
Airborne Express	3.0	1.9	1%	6%	3%	2.60	8%
Alaska Air Group	4.8	1.2	2%	14%	6%	2.33	13%
America West Airlines	2.6	1.1	1%	1%	4%	1.74	7%
AMR	3.6	0.9	6%	18%	10%	1.97	20%
Amtran	6.9	2.0	-3%	-48%	-5%	3.68	-18%
Ansett Australia	26.1	0.9	2%	40%	3%	1.52	4%
Austrian Airlines	3.2	0.8	1%	3%	-1%	1.15	-1%
Braathens Safe	3.1	0.9	2%	5%	5%	1.38	7%
British Airways	3.5	0.8	7%	19%	7%	1.19	8%
Cathay Pacific	2.6	0.5	12%	15%	12%	0.64	7%
China Airlines	2.4	0.7	3%	5%	3%	0.91	3%
Continental Airlines	9.0	1.2	5%	55%	8%	2.30	19%
Delta Air Lines	4.6	1.0	1%	6%	4%	2.98	11%
Emirates	4.4	0.7	3%	10%	7%	0.94	7%
Federal Express	2.6	1.5	3%	12%	6%	2.63	16%
Finnair	2.4	1.1	4%	12%	4%	1.57	7%
Gulf Air	6.8	0.8	-8%	-46%	-5%	2.24	-12%
Iberia	5.3	1.0	1%	3%	7%	7.89	56%
KLM	4.7	0.6	2%	7%	-2%	1.10	-2%
Korean Air	7.1	0.6	-6%	-23%	1%	0.72	0%
Lufthansa	3.5	1.1	3%	10%	3%	3.44	11%
Martinair Holland	3.6	0.5	0%	1%	6%	0.56	3%
Pakistan International	3.4	0.9	0%	1%	-1%	1.24	-1%
Qantas	3.8	0.8	3%	10%	7%	1.35	9%
Sabena	6.4	0.9	-14%	-76%	-5%	2.20	-12%
SAS	2.7	1.0	5%	14%	5%	1.33	7%
Singapore Airlines	1.4	0.5	14%	10%	11%	0.75	8%
Southwest Airlines	2.3	0.9	6%	13%	10%	1.47	15%
Swissair	5.1	0.7	-6%	-22%	4%	1.37	6%
TAM	2.5	1.8	11%	52%	16%	2.88	46%
Thai Airways	4.4	0.6	4%	11%	12%	0.72	9%
Trans World Airlines	11.3	1.3	-8%	-120%	-6%	3.91	-22%
Transbrasil	(7.1)	1.4	5%	-53%	5%	8.46	41%
UAL	12.7	1.3	3%	54%	7%	4.08	28%
US Airways	43.3	1.1	3%	152%	5%	3.64	20%
Valujet	3.4	0.5	-19%	-34%	-26%	0.60	-16%
Varig	13.8	1.0	-2%	-26%	-2%	1.30	-3%
Vasp	33.6	0.8	11%	296%	0%	0.97	0%