

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

ANÁLISE DA SITUAÇÃO FINANCEIRA E ECONÔMICA DA PETROBRÁS¹

Luigi Antonio Farias Lazzaretti².

¹ Trabalho de Conclusão de Curso de Pós-Graduação em Finanças e Mercado de Capitais da Unijuí

² Especialista em Finanças e Mercado de Capitais pela Unijuí; Especialista em Gestão Empresarial e graduado em Administração de Empresas pela Fema.

1. INTRODUÇÃO

Em contraste com o ambiente de equilíbrio e crescimento econômico vivenciado pelo Brasil ao longo da década de 2000, a primeira metade dos anos 2010 vem sendo marcada por baixos índices de crescimento, aumento da inflação, interferência do governo na economia e escândalos de corrupção. Neste contexto, o presente estudo de caso foi realizado tendo como objeto a empresa brasileira Petrobrás, estatal do setor petrolífero. Atualmente opera de forma verticalizada no setor, atuando desde a extração, refino, distribuição, e comércio atacadista, varejista e retalhista.

O estudo se justifica em função da grande importância que essa empresa possui na economia brasileira. O setor de energia é um setor de grande importância para o desenvolvimento econômico, e a Petrobrás por muito tempo ocupou a posição de maior empresa nacional, detendo o monopólio sobre a indústria petroquímica. Uma crise em uma empresa com tal posicionamento seria potencialmente danoso para toda a economia nacional.

O presente artigo tem como objetivo geral analisar a situação financeira e econômica da estatal Petrobrás S/A, a partir de uma análise fundamentalista dos balanços trimestrais no período de 31/03/2005 até 30/09/2015. A pesquisa também irá abordar o seguinte problema: a partir da análise dos indicadores econômicos e financeiros, é possível demonstrar se a empresa Petrobrás S/A encontra-se fragilizada economicamente e exposta a algum nível de risco de falência?

2. METODOLOGIA

A pesquisa pode ser classificada como uma pesquisa descritiva, de natureza aplicada. Será também uma pesquisa bibliográfica e um estudo de caso, que fará a análise dos dados de forma qualitativa e quantitativa

O estudo de caso foi realizado com base na análise das Demonstrações Financeiras anuais da empresa Petrobrás S.A., entre os anos de 2006 e 2015.

No processo de coleta de dados, foi realizado o levantamento das informações oficiais disponíveis nos sites da própria empresa, da BM&FBovespa, e de outras fontes oficiais e respeitadas, como publicações e empresas corretoras. Entre os dados utilizados, destacam-se as Demonstrações Financeiras anuais, no que toca ao Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado do Exercício e Notas Explicativas.

Uma vez realizado o levantamento dos dados, ocorreu o tratamento dos mesmos, através de cálculos matemáticos realizados em planilhas eletrônicas e a posterior análise e interpretação dos resultados.

3. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico

Evento: XXI Jornada de Pesquisa

Para análise dos resultados, foram elaborados gráficos e tabelas resumo que possibilitam realizar a mesma de forma mais adequada, em concordância com a literatura científica levantada e que embasa a pesquisa.

Os indicadores da situação financeira são obtidos a partir de cálculos baseados em fórmulas matemáticas, as quais são alimentadas com dados e informações oriundas de relatórios contábeis e financeiros, entre eles o Balanço Patrimonial. Para os objetivos pretendidos por este trabalho, os dados contidos no BP serão de grande importância

Os Índices de Liquidez objetivam demonstrar a capacidade que a organização possui para honrar os compromissos assumidos, ou seja, suas dívidas. “Conhecer sobre as possibilidades de pagar é o que ensina o quociente de liquidez, sendo, pois, esta, a sua finalidade” (SÁ, 2007, p. 94).

Os Índices de Estrutura ou Endividamento apuram alguns aspectos sobre as dívidas da empresa, considerando a sua natureza, a estruturação das obrigações, o grau de endividamento da organização, etc.

"São aqueles que relacionam a composição de capitais (próprios e de terceiros), que medem os níveis de imobilização de recursos e que buscam diversas relações na estrutura da dívida da empresa." (SILVA, 1990, p.130).

Os indicadores econômico-financeiro anteriormente citados se constituem de métodos de análises clássicos, muito usados no mercado financeiro e, sem dúvida, com um grau de assertividade bastante elevado. No entanto, os mesmos podem não ser suficientes para prever o comportamento financeiro da empresa em situação atípicas no mercado ou no mundo empresarial.

Em situações de volatilidade de mercado, ou de fatos relevantes que podem acelerar ou retardar um processo de quebra de liquidez, existe a necessidade de aumentar a acuracidade desse tipo de análise, com fatores intrínsecos e conhecidos à empresa (que sejam próprios da instituição, disponíveis e dentro das normas legais), de forma a prever possíveis situações de falência ou comprometimento da existência da organização no médio e longo prazo.

Nesse contexto, foram criados alguns métodos para previsão de falências de empresas. Nesta pesquisa, destaca-se dois, o Z-Score ou Método de Previsão de Falências de Altman, e outro de origem nacional, o Termômetro de Insolvência de Kanitz, também chamado de Fator de Insolvência de Kanitz. Ambos atendem a estes propósitos de detectar problemas futuros de insolvência.

Segundo com Da Silva (2011, p. 11), o método Z-Score, foi desenvolvido na década de 1960 por Edward Altman, de forma pioneira, como um indicador do risco de falência, capaz de detectá-lo a partir das demonstrações financeiras.

Através do cálculo acima, chega-se ao fator Z, o qual irá indicar a situação falimentar da empresa. “A função Z-Score apresenta limites inferior e superior, ou seja, se $Z < 1,81$ a empresa encontra-se em risco de falência, sendo necessária uma profunda reestruturação; por outro lado se $Z > 2,99$ a empresa encontra-se numa situação favorável” (DA SILVA, 2011, p.12). Ou seja, a partir da posição do fator Z dentro desta escala, pode-se concluir sobre probabilidade de insolvência da organização.

De acordo com Braga (2003, p. 172), “o professor (e contador) Stephen Charles Kanitz desenvolveu um modelo de análise para determinar previamente, com satisfatória margem de segurança, o grau de insolvência das empresas”

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

Fatores abaixo de -3 encontram-se em uma situação financeira difícil, com maior tendência a falência no futuro próximo. Na área entre o fator -3 e 0, a empresa encontra-se em uma situação de indeterminação, nem claramente insolvente, e tão pouco de segurança financeira. Está em uma área de fácil convergência para qualquer das situações abaixo ou acima do termômetro. Já para fatores acima de 1, a empresa progressivamente apresenta melhor situação financeira e menor probabilidade de falência. (KANITZ, 1974, 102).

Quadro 1. Variação da Receita Líquida e Custos (31/12/2005 – 31/12/2014)

	31/12/2005	31/12/2014	Variação %
Receita Líquida	136.605.301	337.259.979	146,89%
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-77.108.316	-256.823.009	233,07%
GAP			-86,18%

Fonte: Elaboração própria a partir das Demonstrações Financeiras da Petrobrás (2016).

Quadro 1. Variação da Receita Líquida e Custos (31/12/2005 – 31/12/2014)

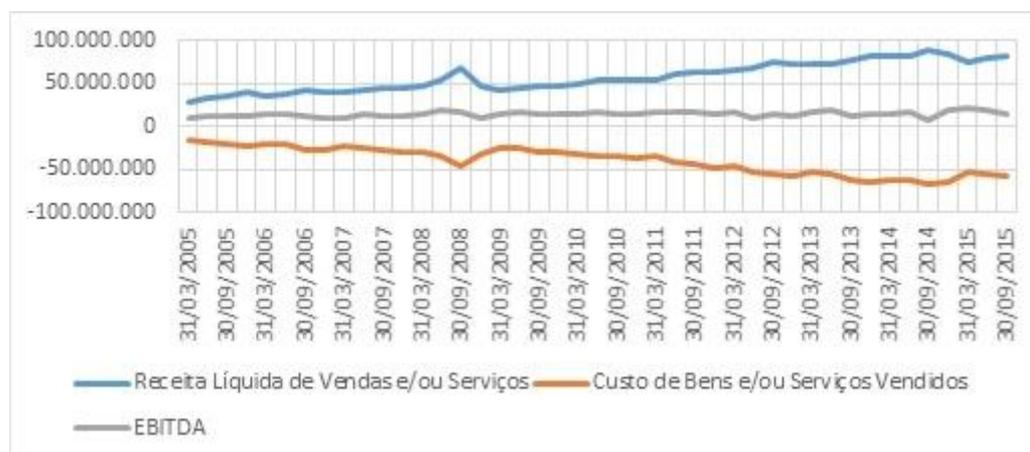
No que se relaciona ao seu desempenho econômico ao longo dos últimos 10 anos, nota-se que ocorreu um crescimento significativo da Receita Líquida da Petrobrás, na ordem de 146%. Entretanto, o custo dos bens e serviços, os quais espera-se que acompanhem o crescimento da receita de forma proporcional, sofreram de uma variação muito maior, tendo um incremento de 233%. Tal situação gerou um gap negativo de 86,18% entre o incremento da receita e do custo, o que ocasiona um enxugamento das margens de lucro da companhia

Quadro 2. Variação da Margem Ebitda anual (31/12/2005 – 31/12/2014)

	31/12/05	31/12/06	31/12/07	31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14
Margem EBITDA	35,00%	32,14%	29,47%	26,58%	32,81%	28,28%	25,49%	18,99%	20,65%	17,54%

Fonte: Elaboração própria a partir das Demonstrações Financeiras da Petrobrás (2016).

Quadro 2. Variação da Margem Ebitda anual (31/12/2005 – 31/12/2014)



Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

Figura 4. Evolução da Receita Líquida, EBITDA e Custos, em valores absolutos (1T2005-3T2015).

A Figura 4 demonstra a evolução, em valores absolutos, da receita líquida, dos custos de produção e do Ebitda da empresa. Apesar o crescimento da receita, nota-se que o Ebitda manteve-se nos mesmos patamares ao longo destes 10 anos, reflexo o aumento consistente dos custos de produção.

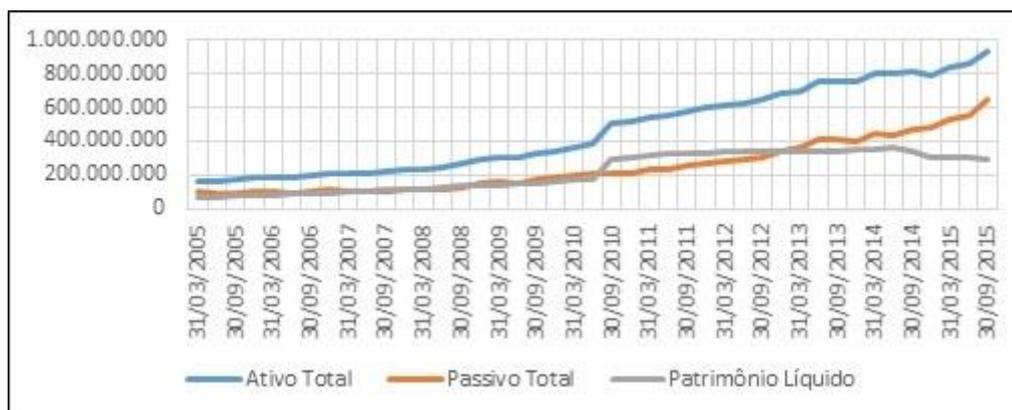


Figura 5. Evolução Patrimonial (Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido) da Petrobrás (1T2005-3T2015).

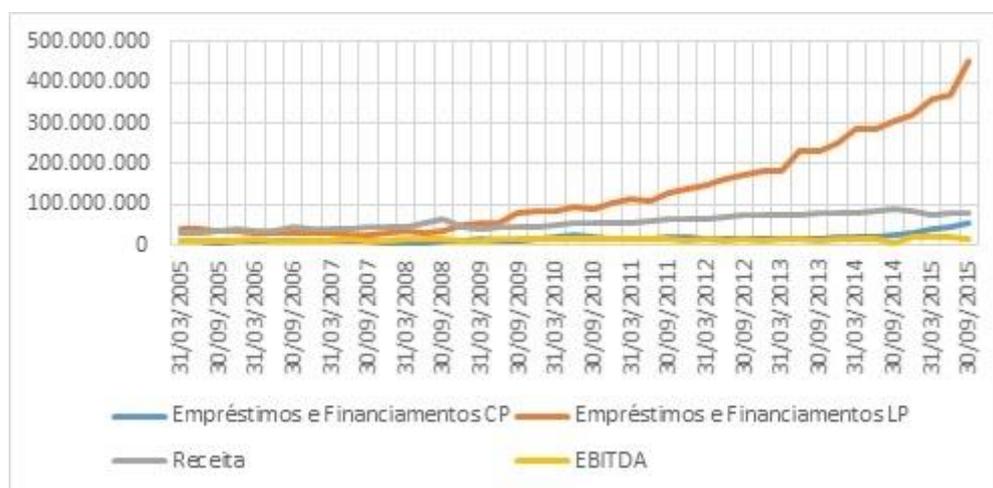


Figura 6. Evolução Comparativa Entre Empréstimos e Financiamentos de Curto e Longo Prazo, Receita e EBITDA (1T2005-3T2015)

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

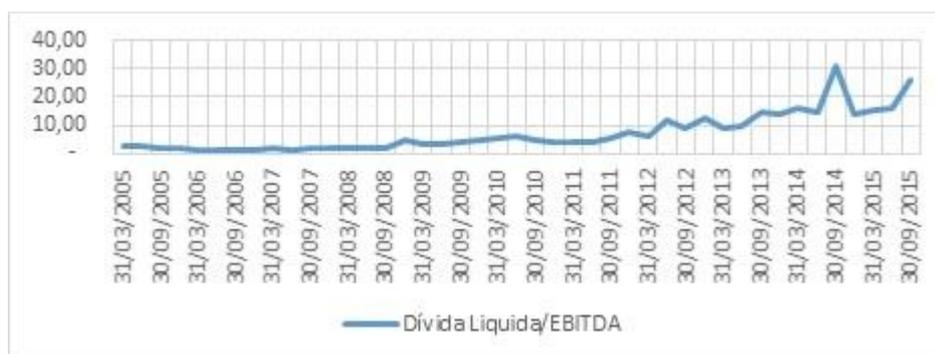


Figura 7. Evolução da Dívida Líquida/EBITDA(1T2005-3T2015).

A Figura 5 demonstra a evolução do patrimônio da Petrobrás. É fato que o Ativo da empresa teve um aumento consistente neste período de 10 anos, porém, o mesmo pode-se dizer de seu passivo. Fato preocupante está no comportamento do Patrimônio Líquido da Estatal, uma vez que desde o 1T2013, o mesmo foi ultrapassado pelo total do Passivo, ou seja, o total das obrigações para com terceiros se tornou superior ao total do patrimônio dos acionista

A Figura 6 esclarece sobre a natureza do aumento do endividamento (Passivo) da companhia, ao demonstrar o comportamento das contas de “Empréstimos e Financiamentos”. Enquanto as dívidas de curto prazo pouco se alteraram ao longo deste período, os empréstimos de longo prazo no entanto tem um ascensão vertiginosa, justamente a partir do ano de 2010. também relaciona a evolução da receita líquida e do Ebitda ao longo do mesmo período, pois, uma vez que há investimentos de capital produtivo, espera-se que ocorra um aumento proporcional no lucro operacional, ou ao menos, na receita líquida. No entanto, nenhum destes cenários ocorre. Apesar do forte processo de alavancagem, somado à capitalização recorde em mercado aberto, não houve nenhum crescimento equivalente nestas variáveis econômicas

A Figura 7 demonstra a relação entre a Dívida Líquida e o Ebitda, evidenciando o aumento de tempo necessário para pagar este endividamento com os lucros operacionais.

Frente ao quadro de dívidas crescentes e de forma atingir os objetivos e problema propostos, é necessário avaliar os índices de liquidez e endividamento, os quais estão demonstrados nas figuras a seguir.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

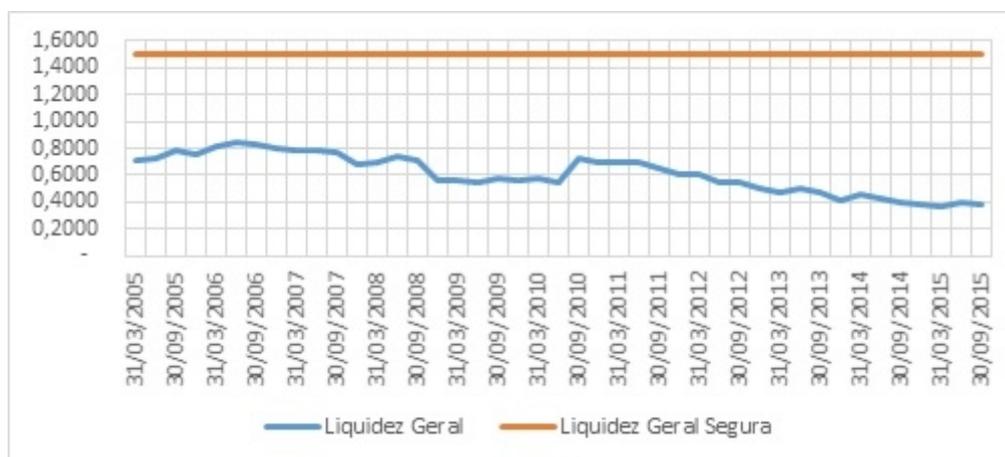


Figura 8. Índice de Liquidez Geral(1T2005-3T2015)

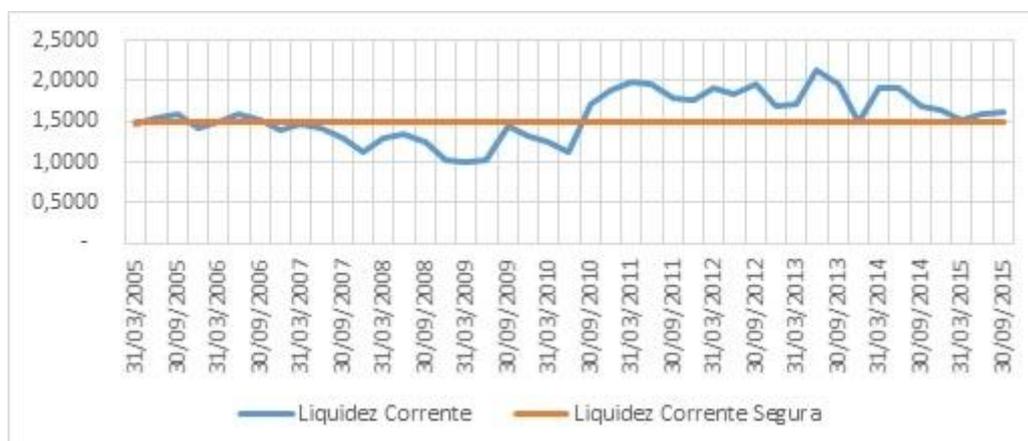
A Figura 8 apresenta a evolução do Índice de Liquidez Geral de forma trimestral no período analisado, e compara-o com o nível considerado minimamente seguro pela literatura abordada na presente pesquisa.

O Índice de Liquidez Geral apresenta a relação existente entre os capitais disponíveis pela empresa, tanto no curto quanto no longo prazo, frente às obrigações também a curto e longo prazo. “Valores acima de 1,5 são considerados, como regra geral, seguros. O que ela tem a receber é superior a suas dívidas, na avaliação geral.” (CREPALDI, 2006, p. 298).

Considerando este patamar de segurança, percebe-se que o a Petrobrás, desde 2005 sempre esteve abaixo do índice mínimo de 1,5.

Com gravidade, este indicador vem se deteriorando, sobretudo após o ano de 2010, ano no qual, em virtude do já referido processo de capitalização, ocorreu o último movimento acentuado de melhora deste indicador. Após este período, o índice apresenta um movimento descendente contínuo.

Como o Índice de Liquidez Geral representa a capacidade geral da instituição em pagar sua dívida total, nota-se que os ativos circulantes e não circulantes são pouco superiores aos passivos circulantes ou não circulantes, o que pode implicar em uma reduzida liquidez destes ativos.



Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

Figura 9. Índice de Liquidez Corrente(1T2005-3T2015)

No gráfico do Índice de Liquidez Corrente, apresentado na Figura 9, o qual representa a capacidade da empresa de honrar suas dívidas de curto prazo, percebe-se que o indicador, atualmente, encontra-se em um patamar muito próximo ao nível mínimo seguro (1,5). Durante o período analisando, o índice já apresentou resultados inferiores ao nível seguro, mas recuperou-se em 2010 a partir da capitalização em mercado aberto, e permaneceu em níveis superiores até meados de 2013, quando começa sinalizar problemas em manter a saúde de seus ativos de curto prazo frente aos passivos de curto prazo. Neste caso, a situação ainda pode ser considerada boa, visto que o indicador apresenta-se acima do índice mínimo de segurança, mas é necessário atenção para o traçado descendente do mesmo.

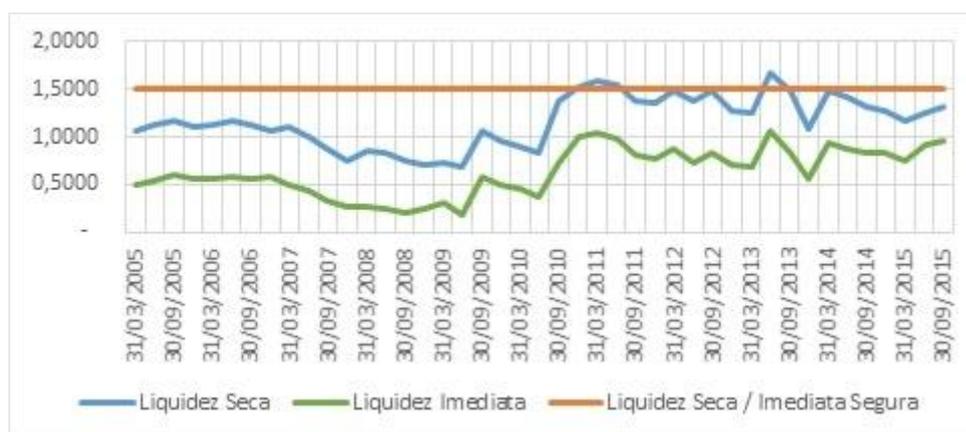


Figura 10. Índices de Liquidez Seca e Imediata(1T2005-3T2015)

demonstra a evolução ao longo dos trimestres analisados para os índices de Liquidez Seca, que mede a capacidade de pagamento de curto prazo desconsiderando estoques, e a Liquidez Imediata, que dimensiona o poder de pagamento para compromissos de curtíssimo prazo, ao considerar apenas os ativos disponíveis. Ambos estão demonstrados no mesmo gráfico pois apresentam comportamento praticamente idênticos. Mesmo apresentando resultados abaixo dos níveis mínimos ideais de segurança, esses dois indicadores vem apresentando melhora em sua situação, ao contrário dos índices de liquidez analisados até aqui. Esse quadro de melhoria na liquidez de curtíssimo prazo talvez seja reflexo de planos para aumentar os níveis de caixa da companhia.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa



Figura 11. Grau de Endividamento(1T2005-3T2015)



Figura 12. Endividamento Geral (1T2005-3T2015)

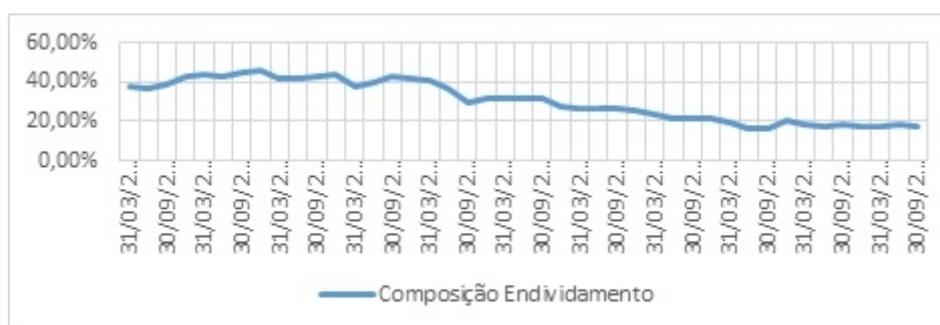


Figura 13. Composição do Endividamento(1T2005-3T2015)

A Figura 11 demonstra o Grau de endividamento da empresa, evidência o endividamento total relativo ao total do Patrimônio Líquido. Como percebido anteriormente, em virtude do aumento das dívidas totais e da diminuição do Patrimônio Líquido em virtude dos prejuízos recentes, o Grau de Endividamento cresceu de maneira constante, especialmente após o já citado 3T2010, novamente, o último momento no qual ocorreu uma melhora consistente neste indicador.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

O quadro da Petrobrás começa a se tornar preocupante, uma vez que o Grau de Endividamento chegou ao nível de 221,32% em relação ao seu Patrimônio Líquido

A Figura 12 demonstra o Endividamento Geral, o resultado deste indicador está alinhado com o demais, apresentando aumento constante após 2010, e atingindo seu ápice no último trimestre analisado, próximo dos 70% de endividamento em relação ao Ativo Total.

A Figura 13, representando a Composição do Endividamento, é o único que apresenta um resultado positivo, pois o total relativo de dívidas de curto prazo está diminuindo progressivamente ao longo da última década. Isto representa uma segurança maior no curto prazo. Porém, cabe salientar que essa diminuição do peso das dívidas de curto prazo sobre o total da dívida não está relacionado a um menor valor absoluto do Passivo Circulante, como apresentado anteriormente na Figura 6, mas sim, ao fato de que o Passivo Circulante cresceu a uma taxa muito superior, diminuindo assim a composição relativa deste indicador.

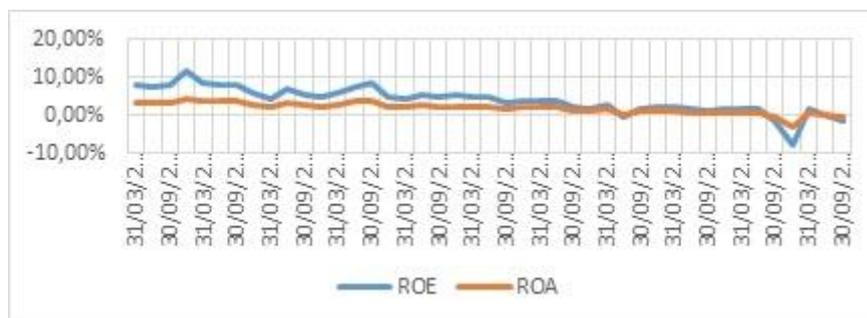


Figura 14. Evolução do ROE e ROA (1T2005-3T2015)



Figura 15. Evolução do Z-Score (1T2005-3T2015).

Em relação às métricas de rentabilidade, ao aplicar as metodologias de ROE e ROA, que mede, respectivamente, o retorno sobre o capital próprio e o retorno sobre o ativo total, pode-se evidenciar que a rentabilidade apresentada pela empresa diminuiu ao longo dos trimestres analisados. Esse resultado está alinhado com os resultados apresentados nas análises dos indicadores de lucratividade e Ebitda, bem como na análise de variação de receita e custo, somadas ao aumento do Ativo da Petrobrás.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico
Evento: XXI Jornada de Pesquisa

Uma vez que os valores absolutos de lucro se mantiveram estáveis no período, mas o Ativo Total foi aumentado, seja através de investimentos, seja através do processo de capitalização a mercado, o qual também impactou em um aumento do Patrimônio Líquido, é razoável concluir que o retorno apresentado pela companhia estará sendo reduzido nessa mesma proporção.

Essa soma de fatores, margens de lucro menores, aumento dos custos acima do crescimento da receita, redução da rentabilidade dos ativos e do patrimônio próprio, evidência a redução da eficiência operacional pela qual atravessa a Petrobrás.

Uma vez apresentado um conjunto de análises de cunho econômico e financeiro, que evidenciaram a deterioração dos indicadores de rentabilidade, liquidez e endividamento, convém aplicar duas metodologias distintas que visam prever o grau de exposição que a empresa possui a um processo de falência

A Figura 15 apresenta o comportamento do índice denominado de Z-Score, metodologia de Altman para previsão de falência de empresas. Conforme apresentado no item 1.2.4 desta pesquisa, os níveis considerados seguros estão acima do índice de 2,99, e abaixo do valor de 1,81, há grandes riscos de falência.

Os dados calculados com base nas demonstrações financeiras apresentaram resultados abaixo do nível de insolvência em todos os trimestres da amostra. Embora tenha apresentado alguma volatilidade, com período de melhora e de piora, o gráfico demonstra que a partir 3T2011, o Z-Score entra em um traçado de baixa, evidenciando a deterioração da situação financeira da companhia. No 3T2015, o índice é de 0,581, de longe, o menor nível da amostra.

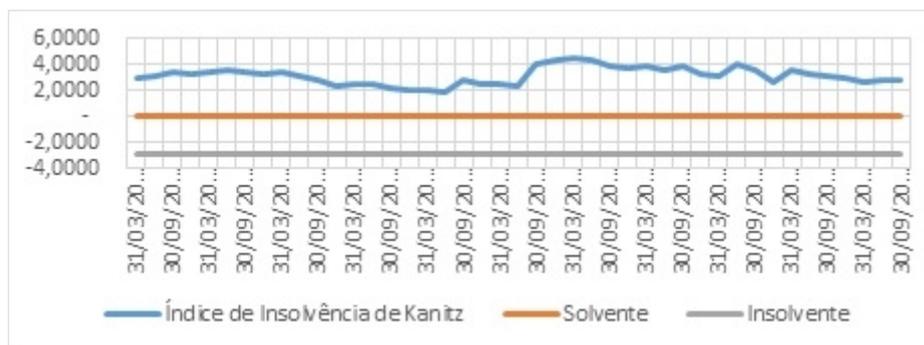


Figura 15. Evolução do Índice Insolvência de Kanitz (1T2005-3T2015)

Por outro lado, o Índice de Insolvência de Kanitz, apresenta um panorama mais favorável. De acordo com a metodologia nacional, índices abaixo de -3 estão em risco de falência, mais imediato quanto menor for o resultado. Por outro lado, índices acima de zero, estão considerados seguros, e menor será o risco de falência quanto maior for o índice.

Nos períodos amostrados, pelo índice de Kanitz, em nenhum momento a indicador adentrou na faixa inferior do chamado “Termômetro de Kanitz”. Porém, tão pouco conseguiu se distanciar muito do limite mínimo de segurança na casa do índice zero, permanecendo, na maior parte do tempo, próximo ao índice 3,00. A exceção encontra-se justamente no 3T2010, assumidamente o período de melhor desempenho financeiro e patrimonial, em virtude do grande aumento de capital, promovido pela capitalização em mercado aberto.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico

Evento: XXI Jornada de Pesquisa

É interessante observar que, embora o resultado do Índice de Kanitz não seja alarmante, o mesmo apresenta redução de seu valor em dois momentos distintos: o primeiro deles termina no 3T2010, com uma forte recuperação do índice motivada pelo aumento de capital. A partir desse momento, se inicia um novo ciclo de baixa, o qual é intensificado a partir do 2T2014. No último trimestre analisado, o índice de Kanitz era de 2,85, um pouco inferior ao índice do 1T2005, que era de 2,95

CONCLUSÃO

A partir da aplicação desses métodos no período analisado, foi possível comparar o comportamento de todos os indicadores, suas variações ao longo do tempo e realizar interações entre eles.

Se, por um lado, em parte deste período a Petrobrás se consolidou como a maior empresa nacional, e chegou a figurar como a segunda maior empresa de energia do mundo, por outro, o caminho para isso foi marcado por crescente endividamento e retorno não equivalente nos resultados corporativos.

Esse quadro por si só já é preocupante, uma vez que demonstra a queda na eficiência operacional da empresa, ao longo de um período de mais de 10 anos, considerado por tanto de longo prazo. Isso significa que a empresa vem perdendo capacidade para ser eficiente ao utilizar seus recursos para gerar riqueza e valor aos acionistas. Quando isso acontece, há uma preocupação natural quanto ao poder da empresa em se perpetuar ao longo do tempo, gerando lucros e retornos para a sociedade e para os sócios.

Como demonstrado na análise, os fatos mais relevantes nesse sentido dizem respeito aos indicadores de liquidez e endividamento. Dentre os indicadores analisados, apenas o Índice de Liquidez Corrente apresentou resultado e evolução satisfatória, o qual termina o 3T2015 com 1,6076, valor acima dos 1,4626 apresentados no 1T2005. O demais indicadores de liquidez ou de endividamento, além de apresentarem resultados abaixo dos níveis mínimos de segurança, ainda tem evoluído de forma negativa no período, concluindo o processo de deterioração da situação financeira da Petrobrás.

O resultado apresentado na aplicação do Z-Score é taxativo e não deixa dúvidas: a Petrobrás apresenta situação financeira preocupante com grande tendência para processo de falência no futuro. O resultado Z de 0,58 no 3T2015, bem abaixo do nível mínimo de segurança de 1,81, demonstra isso. No entanto, ele não representa uma certeza de falência, mas um indicativo de que o risco desse processo ocorrer no futuro é grande.

Após a análise de todos os indicadores, como conclusão pode-se apontar o fato de que a econômico e operacional da Petrobrás se deteriorou ao longo dos 43 trimestres analisados. Se não bastasse a queda de rentabilidade, ocorreu um aumento muito significativo do nível de dívida corporativa, o que somado a redução da lucratividade, gera um quadro de endividamento relativo e de dívida líquida preocupante.

Como parte da conclusão do presente artigo, recomenda-se que a Petrobrás foque seus esforços em aumentar sua eficiência operacional, de forma a melhorar seus indicadores de lucro, bem como em estratégias de vendas de ativos, com foco na redução da dívida e em aliviar a pressão sobre o caixa da companhia.

Como estudos futuros, recomenda-se a análise das estratégias de investimento da companhia, e sua relação com o aumento do endividamento, além de análises complementares acerca do efeito da exposição em dólar sobre a dívida corporativa.

Modalidade do trabalho: Relatório técnico-científico

Evento: XXI Jornada de Pesquisa

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRAGA, Hugo Rocha. Demonstrações Contábeis: Estrutura, Análise e Interpretação. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003

CREPALDI, Silvio Aparecido. Contabilidade rural: uma abordagem decisorial. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2006

DA SILVA, Ana Rita Sabugueiro Coelho. Instituto Politécnico de Lisboa. Modelos de previsão de falência de empresas. Lisboa, 2011. Disponível em: <<http://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2445/1/disserta%C3%A7...pdf>> Acesso em: 10 mar. 2016.

KANITZ, Stephen Charles. Como prever falências de empresas. Negócios em exame, São Paulo, dez 1974. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/doc/61123852/EXAME-ComoPreverFalenciaEmpresa-Kanitz>> Acesso em: 10 mar. 2016.

SÁ, Antônio Lopes de. Moderna análise de balanços ao alcance de todos. Curitiba: Juruá, 2007

SILVA, José Pereira da. Análise financeira das empresas. São Paulo: Atlas, 1990