



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACC

CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**A Análise Econômica e Financeira: uma avaliação retroativa ao ano de 2012 da**

**Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.**

Autor: Leandro de Oliveira e Silva Braga

Rio de Janeiro

Junho de 2013

A Análise Econômica e Financeira: uma avaliação retroativa ao ano de 2012 da Gol

Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Leandro de Oliveira e Silva Braga

MONOGRAFIA SUBMETIDA À FACULDADE DE  
ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS COMO  
REQUISITO NECESSÁRIO À OBTENÇÃO DO GRAU  
DE BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO

Banca Examinadora:

---

Professora Orientadora: Iris Baldo Andreatta

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis

---

Professor Examinador: Henrique Westenberger

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis

Dedico este trabalho de conclusão de curso aos meus pais, que foram de fundamental importância ao longo de todos os anos de faculdade.



## AGRADECIMENTOS

Primeiramente aos meus pais, Celio e Ana Carolina, por todo apoio e incentivo, sem os quais certamente não seria possível chegar até aqui.

Ao meu irmão Thales, pelo valioso companheirismo de todos esses anos.

À Professora Iris Andreatta, que se dispôs gentilmente a me orientar na construção deste trabalho. Agradeço também por sempre se mostrar muito prestativa, disposta a ajudar.

Ao Professor Henrique Westenberger, que prontamente aceitou o pedido para ser o Examinador deste trabalho.

Por fim, a todos meus familiares e amigos, que sempre me ajudaram e deram suporte nos momentos certos.

## RESUMO

Com o atual dinamismo do mercado, os mais diversos métodos de análise de empresas têm sido cada vez mais difundidos entre os investidores, porém sabe-se que em algumas situações esses métodos podem sofrer distorções e gerar previsões equivocadas. O objetivo deste trabalho é promover uma análise retroativa da companhia Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. com o intuito de saber se, ao utilizar-se do método de Análise Econômica e Financeira de empresas nos anos anteriores a 2012, seria possível prever de maneira clara o significativo prejuízo registrado pela mesma naquele ano.

## ABSTRACT

With the current market dynamics, the various methods of analyzing companies have been increasingly widespread among investors, but it is known that in some situations those methods may suffer distortions and generate wrong predictions. The objective of this work is to promote a retrospective analysis of the Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. in order to know if, when using the method of Economic and Financial Assessment in the years before 2012, it would be possible to predict clearly the important loss reported by Gol that year.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
1.1.Visão Geral	1
1.2.Relevância do Trabalho	2
1.3.Organização do Trabalho	2
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	3
2.1.Aspectos Gerais da Análise de Empresas	3
2.2.A Análise Econômica e Financeira	5
2.3.Os Principais Indicadores	7
2.4.As Vantagens do Método de Análise Econômica e Financeira	14
2.5.As Desvantagens do Método de Análise Econômica e Financeira	14
3. METODOLOGIA	15
4. APLICAÇÃO	17
5. CONCLUSÃO	28
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	32



## LISTA DE SIGLAS

ROI – Returns on Investment

ROE – Returns on Equity

ROIC – Returns on Invested Capital

LAIR – Lucros antes do Imposto de Renda

LAJIR – Lucros antes dos Juros e do Imposto de Renda

LL – Lucro Líquido

EBIT – Earnings Before Incomes and Taxes

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

LC – Liquidez Corrente

LI – Liquidez Imediata

LG – Liquidez Geral

LS – Liquidez Seca

PMRV – Prazo Médio de Recebimento de Vendas

PMPC – Prazo Médio de Pagamento de Compras

PME – Prazo Médio de Estocagem

GA – Giro do Ativo

GAF – Grau de Alavancagem Financeira

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

BP – Balanço Patrimonial

ICP – Imobilização do Capital Próprio

PCT – Participação do Capital de Terceiros

CE – Composição do Endividamento

GE – Grau de Endividamento

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Índice de Liquidez Geral da Gol

Figura 2 – Índice de Liquidez Imediata da Gol

Figura 3 – Índice de Liquidez Corrente da Gol

Figura 4 – Grau de Endividamento da Gol

Figura 5 – Composição do Endividamento da Gol

Figura 6 – Imobilização do Capital Próprio da Gol

Figura 7 – Giro do Ativo da Gol

Figura 8 – Margem Bruta da Gol

Figura 9 – Margem Líquida da Gol

Figura 10 – Retorno sobre Investimento da Gol

Figura 11 – Retorno sobre o Capital Próprio da Gol

Figura 12 – Retorno sobre o Capital Investido da Gol

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Visão Geral

A análise de empresas constitui-se como um enorme desafio para os mais diversos profissionais de mercado. Fazer uma análise correta e precisa pode ser o fator preponderante para se obter lucro ou prejuízo. Para tal prática, existem diversos modelos, tais como a Análise Econômica e Financeira, Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação Patrimonial Contábil, Valor de Liquidação, entre outros.

Este trabalho tem por objetivo fazer uma análise das implicações de uma avaliação e suas premissas como instrumento de decisão de investimento, a partir de uma análise empírica, *ex-post*, da empresa Gol Linhas Aéreas S.A., pelo método conhecido como Avaliação Econômica e Financeira. Para tanto, serão usados os Balanços Patrimoniais, Demonstrativos de Resultado do Exercício, entre outras informações disponibilizadas pela empresa nos anos anteriores ao prejuízo registrado em 2012.

Por se tratar de uma análise retroativa, este trabalho não conta com premissas acerca do crescimento da companhia, nem da evolução dos mercados. Desta forma, a análise em questão ganha precisão, uma vez que serão utilizados como matéria-prima dados concretos e reais, divulgados pela própria companhia em seus informes de resultados.

O objetivo do presente trabalho é saber se, através dessa análise, teria sido possível prever de maneira enfática o enorme prejuízo registrado pela companhia no ano de 2012. Este trabalho não visa questionar a eficiência dos métodos de análise de empresas, mas sim compreender melhor a sua aplicação e as eventuais possibilidades de desvios que algumas situações podem gerar.

A partir deste trabalho, também será possível entender melhor a precisão do método para companhias do setor aéreo, que possuem uma enorme complexidade, além das diversas peculiaridades típicas deste setor no Brasil.

## 1.2. Relevância do Trabalho

A relevância deste estudo consiste em agregar novas informações ao intensamente explorado universo das análises de empresa. Por se tratar de uma análise retroativa, este trabalho agrega uma visão crítica e diferenciada para a análise de empresas. Sem o intuito de fazer previsões, o presente estudo falará de um assunto bastante discutido, porém sob uma outra ótica.

Ao elaborar uma análise retroativa ao ano de 2012, espera-se trazer uma visão diferenciada à problemática da análise de empresas, podendo com isto entender melhor as implicações de cada premissa da avaliação no resultado geral, suas fraquezas e deficiências, agregando experiência e visão crítica ao método utilizado.

## 1.3. Organização do Trabalho

O trabalho será exposto da seguinte maneira: cinco capítulos, iniciados pela Introdução, seguida por Revisão Bibliográfica, Metodologia, Aplicação e Conclusão.

A Introdução abordará aspectos gerais do trabalho, tais como escopo, objetivo, relevância e estrutura.

A Revisão Bibliográfica abordará os fundamentos da análise de empresas, sobretudo do método de Análise Econômica e Financeira, elucidando os aspectos mais

importantes e alertando para eventuais dificuldades e possibilidades de desvios na utilização do método. Além disso, serão listados e devidamente explicados os principais indicadores utilizados pelos analistas, bem como as possíveis conclusões a que se pode chegar, a partir destes, durante o processo de avaliação.

A Metodologia mostrará como os indicadores serão calculados a partir das informações disponíveis nos Balanços Patrimoniais e nos Demonstrativos de Resultado do Exercício.

O Capítulo Aplicação apresentará a análise da companhia Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., através da Análise Econômica e Financeira. Nele, serão encontrados os indicadores calculados, bem como a análise dos mesmos. Este capítulo servirá de base para a Conclusão, uma vez que proverá os dados econômicos e financeiros acerca da empresa estudada.

Por fim, o capítulo Conclusão mostrará, especificamente, o resultado encontrado, fazendo uma última avaliação conjunta dos principais indicadores calculados no trabalho. Ou seja, nele descobriremos se era, de fato, possível prever o enorme prejuízo registrado pela GOL em 2012.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1 Aspectos Gerais da Análise de Empresas

De acordo com Assaf Neto, a análise de demonstrações financeiras busca o entendimento da performance econômica e financeira de uma empresa ao longo de um determinado período para compreender sua posição atual e os motivos que a levaram a tal posição, bem como poder fazer projeções para os períodos seguintes.

A Análise Econômica e Financeira é uma das ferramentas mais importantes na gestão de empresas, uma vez que consiste na interpretação e compreensão dos demonstrativos contábeis de uma companhia, servindo de base para a análise dos setores econômico, financeiro, patrimonial e operacional.

Para se chegar a um resultado satisfatório, a Análise Econômica e Financeira depende essencialmente da qualidade das informações utilizadas (veracidade e exatidão dos dados contábeis fornecidos pelas empresas), bem como da quantidade de informações disponíveis para quem for fazer a avaliação.

É sabido que os modelos de análise de empresas são fundamentalmente quantitativos, porém eles não se restringem apenas a este campo. Durante toda a análise de uma empresa, muitos aspectos subjetivos são levados em conta e, inevitavelmente, são utilizados nos modelos. De acordo com Falcini,

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado. (FALCINI, 1995 p.19).

Segundo NOGUEIRA (1999:1), “a avaliação de empresas, diferentemente da avaliação de quadros, pinturas ou obras de arte, não deve se basear em percepções ou intuições, mas no profundo conhecimento da própria empresa-alvo quanto do mercado na qual está inserida”.

O resultado da análise de uma empresa, independentemente do método utilizado, é do interesse de diversos grupos, tais como os próprios gestores dessa empresa, os

acionistas, os fornecedores, os concorrentes, os clientes, os órgãos públicos e os bancos e demais instituições financeiras.

Apesar das técnicas e ferramentas desenvolvidas, não existe um critério ou padrão que determine se o diagnóstico do analista está correto ou não. Dois analistas podem chegar a conclusões diferentes sobre uma empresa, mesmo tendo eles trabalhado com as mesmas informações e utilizado iguais técnicas de análise. (IUDÍCIBUS, 2008)

## 2.2 A Análise Econômica e Financeira

De acordo com Ribeiro, “A finalidade da análise de balanços é transformar os dados extraídos das demonstrações financeiras em informações úteis para a tomada de decisões por parte das pessoas interessadas” (RIBEIRO 2004, p.17). Da mesma forma, vários estudiosos corroboram a importância dessa análise:

A análise Econômica e Financeira através da utilização de índices envolve uma técnica que permite uma visão abrangente da realidade e da situação financeira de uma organização, uma vez que os índices podem ser adotados com o intuito de investigar, indagar as mais variadas potencialidades de performance econômico-financeiro, tais como: liquidez do patrimônio líquido, grau de endividamento, estrutura do capital, dentre outras (VIEIRA e SANTOS, 2005, p.51).

O uso de indicadores qualitativos e quantitativos auxilia as empresas a controlar o desempenho financeiro e econômico, bem como a avaliar sua eficiência operacional. Sendo assim, “As demonstrações financeiras básicas fornecem muitas das informações de que os usuários necessitam para tomarem decisões econômicas sobre negócios.” (WARREN, REEVE e FESS, 2008, p.522). A partir daí, pode-se concluir que, para se



fazer uma análise, precisa-se de todas as informações disponíveis nas demonstrações contábeis. Isto é crucial para uma precisa avaliação de empresas.

A Análise Tradicional constitui-se na análise vertical e horizontal. Na análise vertical, é possível saber a participação de cada conta no balanço da empresa. Já na análise horizontal, verifica-se a evolução, ou involução, de cada conta ao longo dos anos. Esse tipo de análise gera valores percentuais, baseados no período mais antigo que esteja sendo estudado.

Por outro lado, a Análise de indicadores econômicos e financeiros baseia-se na relação matemática entre as diversas informações encontradas nos balanços e demonstrativos. Como exemplo, tem-se os índices de liquidez, de endividamento, de atividade, de rentabilidade, entre outros.

Segundo Marion, deve-se analisar as demonstrações contábeis sob três diferentes óticas: Estrutura de Capital, Situação Financeira e Situação Econômica. Em relação à estrutura de capital, analisa-se, fundamentalmente, a qualidade e a quantidade das dívidas da empresa em questão. No que tange à situação financeira, avalia-se essencialmente a liquidez e a capacidade de pagamentos da empresa. Por fim, em relação à situação econômica, contata-se a rentabilidade da empresa.

Vale lembrar que a análise da empresa deve levar em conta os diversos indicadores encontrados, bem como a relação que esses mesmos têm com os indicadores de demais empresas do mesmo setor. Com a análise isolada de um indicador apenas, não se pode fazer conclusões acerca da empresa como um todo, dada a sua complexidade. O ideal é que se avalie uma quantidade considerável de indicadores, de diferentes naturezas, para que se possa chegar a uma conclusão concreta e precisa sobre a situação na qual a empresa se encontra.

A análise de balanços busca evidenciar, de acordo com informações contábeis disponibilizadas, a situação econômica e financeira de uma empresa, bem como as razões que a levaram a tal situação e possíveis projeções para os períodos seguintes.

A Análise Econômica e Financeira busca estabelecer o valor de ativos em relação aos valores de outros ativos correlatos. Conforme Damodaran (2007), encontrar ativos semelhantes é um desafio, porque não existem dois ativos que sejam exatamente iguais: empresas do mesmo segmento podem diferir em risco, potencial de crescimento e fluxos de caixa, tornando o processo de avaliação suscetível a erros.

### 2.3 Os Principais Indicadores

#### ❖ Índices de Liquidez

A Liquidez de uma empresa nada mais é do que a capacidade de cumprir com suas obrigações dentro de seus prazos de vencimento. Segundo explica Ribeiro, “Os Quocientes de Liquidez evidenciam o grau de solvência da empresa em decorrência ou não de solidez financeira que garanta o pagamento dos compromissos assumidos com terceiros”. RIBEIRO (2004, p.139).

#### ➤ **Liquidez Geral = Ativo Total / Passivo Total**

Conceito: Este é um indicador da saúde financeira da empresa. Ele representa a capacidade da empresa em honrar seus deveres e compromissos, na hipótese de encerrar os negócios naquele momento.

#### ➤ **Índice de Liquidez Corrente = Ativo Circulante / Passivo Circulante**

Conceito: Mede a capacidade de liquidez de uma empresa considerando apenas os compromissos de curto prazo, ou seja, bens e direitos do ativo circulante, bem como obrigações do passivo circulante.

➤ **Índice de Liquidez Seca = (Ativo Circulante – Estoque) / Passivo Circulante**

Conceito: Índice muito semelhante à liquidez corrente, porém exclui os estoques do cálculo. Passa a ser mais eficiente do que o índice de liquidez corrente, caso a empresa possua estoques obsoletos, excluindo-os corretamente do cálculo de liquidez.

➤ **Índice de Liquidez Imediata = Disponível / Passivo Circulante**

Conceito: A liquidez imediata considera que, além de não realizar os estoques, a empresa também não receberá o crédito de seus credores. Este índice demonstra qual é a real situação da empresa para cumprir suas obrigações de curto prazo, fazendo uso apenas do que já possui disponível (caixa, bancos e aplicações financeiras de curtíssimo prazo).

❖ Estrutura de Capital

Relaciona as origens de recursos entre si, refletindo a posição entre capital próprio e capital de terceiros, e, além disso, indica o grau de dependência da organização em relação ao capital de terceiros (RIBEIRO, 2004 p.134).

➤ **Grau de Endividamento = (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total**

Conceito: Demonstra a participação do capital de terceiros dentro da empresa. É de extrema importância para os investidores uma vez que, antes de qualquer pagamento de lucros e dividendos, os credores precisam ser pagos.

➤ **Composição do Endividamento = Passivo Circulante / (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo).**

Conceito: Mostra o perfil do endividamento. Indica o quanto a empresa está comprometida com dívidas de curto prazo. É expresso em porcentagem, em relação ao ativo total.

➤ **Participação do Capital de Terceiros = (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Patrimônio Líquido**

Conceito: Indica quanto a empresa tomou de capitais de terceiros em relação ao capital próprio, quanto menor dependência melhor.

➤ **Imobilização do Capital Próprio = Ativo Imobilizado / Patrimônio Líquido**

Conceito: Este índice demonstra quanto dos recursos imobilizados no ativo permanente foram financiados a partir do capital próprio da companhia.

#### ❖ Prazos Médios e Índices de Atividade

Esses indicadores mostram quantos dias em média a empresa leva para pagar suas compras, receber suas vendas, renovar seus estoques e recuperar seu ativo (SILVA, 2001 p. 254).

➤ **Prazo Médio de Recebimento de Vendas = (Clientes a Receber / Vendas)\*360**

Conceito: Determina, em média, quantos dias a empresa demora para receber o valor respectivo às suas vendas.

➤ **Prazo Médio de Pagamento de Compras = (Fornecedores a Pagar / Contas a Prazo)\*360**

Conceito: Determina, em média, quantos dias a empresa leva para pagar o valor correspondente às suas compras.

➤ **Prazo Médio de Estocagem = (Saldo de Estoques / Custo de Mercadoria Vendida)\*360**

Conceito: Determina, em média, quantos dias uma empresa leva para renovar os seus estoques.

➤ **Ciclo Operacional = Prazo Médio de Estocagem + Prazo Médio de Recebimento de Vendas**

Conceito: Compreende o período que se inicia na data da compra até o momento em que se recebe o valor correspondente às vendas.

➤ **Ciclo Financeiro = Prazo Médio de Estocagem + Prazo Médio de Recebimento de Vendas – Prazo Médio de Pagamento de Compras**

Conceito: É o período que se inicia no momento do desembolso para pagamento dos fornecedores e termina no recebimento das vendas.

➤ **Ciclo Econômico = Prazo Médio de Estocagem**

Conceito: É o período que se inicia no momento da chegada das mercadorias e termina na saída das mercadoria. Coincide com o Prazo Médio de Estocagem.

➤ **Giro dos Estoques = Custo das Vendas / Saldo Médio dos Estoques**

Conceito: Mostra quantas vezes houve renovação dos estoques em um determinado período de tempo.

➤ **Giro do Ativo = Receita Líquida / Ativo Total**

Conceito: O Giro do Ativo, especificamente, mostra quantas vezes a empresa recuperou o valor de seu ativo por meio de vendas em um período de um ano. Além disso, “Significa a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos, com o objetivo de gerar reais de vendas. Quanto mais for gerado de vendas, mais eficientemente os ativos serão utilizados.” (MARION, 2012 p. 158).

❖ Índices de Rentabilidade

Os Indicadores de Rentabilidade auxiliam a mensurar a capacidade econômica de uma empresa, demonstrando se há ou não eficiência no retorno do capital investido na mesma. Esses indicadores são calculados com dados existentes nos Demonstrativos de Resultados do Exercício e nos Balanços Patrimoniais.

➤ **Margem Bruta = Resultado Operacional Bruto / Receita Operacional Líquida**

Conceito: Segundo Gitman, “A margem bruta mensura a porcentagem de cada unidade monetária de vendas que sobra após a empresa ter pago por seus produtos.

Quanto maior for a margem bruta, melhor, assim como menor será o custo relativo dos produtos vendidos.” (GITMAN, 2000, p. 142).

➤ **Margem Operacional = Resultado Operacional Líquido / Receita Operacional Líquida**

Conceito: A esse respeito, aproveitam-se, ainda, as reflexões de Gitman (2000): “A margem Operacional mensura a percentagem de cada unidade de vendas que resta após todos os custos e despesas , que não juros e imposto de renda, terem sido abatidos. Ela representa o lucro puro ganho sobre cada unidade monetária de vendas. Lucros operacionais são puros, pois eles mensuram apenas os lucros sobre as operações e ignoram quaisquer cobranças por parte de credores e do governo (juros e impostos). Uma margem operacional alta é preferível.” (GITMAN, 2000, p. 142).

➤ **Margem Líquida = Lucro Líquido / Receita Operacional Líquida**

Conceito: Conforme Marion (2012), Margem Líquida “Significa quantos centavos de cada real de venda restaram após a dedução de todas as despesas (Inclusive o Imposto de Renda). Evidente que, quanto maior a margem, melhor.” (MARION, 2012 p. 158).

➤ **Retorno sobre o Investimento (ROI) = Lucro Líquido / Ativo Total OU Margem Líquida x Giro do Ativo**

Conceito: Ainda segundo Marion, a taxa de retorno sobre o investimento “Pode ser obtida por meio da multiplicação da margem de lucro pelo giro do ativo. As empresas que ganham mais na margem, normalmente ganham no preço. As

empresas que ganham mais no giro, visam quantidade. A rentabilidade de uma empresa é obtida por meio da boa conjugação entre Preço e Quantidade, ou seja, entre Margem (lucratividade) e Giro (produtividade).” (MARION, 2012, p. 158).

➤ **Retorno sobre o Capital Próprio ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido**  
**(ROE) = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido**

Conceito: Gitman esclarece que “A Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mensura o retorno sobre o investimento do proprietário na empresa. Geralmente, quanto maior for esse retorno, melhor para os proprietários” (GITMAN, 2000, p. 143).

➤ **Retorno sobre Capital Investido (ROIC) = EBIT / (Ativo Total – Fornecedores – Caixa)**

Conceito: De acordo com Copeland, tal retorno “É definido (numa base antes de impostos) como os lucros antes de juros e impostos (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) divididos pelo valor contábil do capital investido”. (COPELAND, 2008). (...) O bom aspecto sobre o ROIC é que ele contém informações tanto da demonstração de resultado (a saber, EBIT), quanto do balanço patrimonial (isto é, o capital investido). Portanto, é um aperfeiçoamento em relação ao crescimento de vendas e de lucros” (COPELAND, 2008 p.32).

❖ Alavancagem Financeira

Nas palavras de Gitman, a alavancagem financeira é “Definida como a capacidade da empresa em usar encargos financeiros fixos para maximizar os efeitos de



variações no lucro antes dos juros e imposto de renda sobre o lucro por ação”.  
(GITMAN, 2000).

➤ **Grau de Alavancagem Financeira (GAF) = Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) / Retorno sobre o Ativo (ROA) ou Variação no LL / Variação no LAJIR**

Conceito: Segundo FONSECA (2009), o Grau de Alavancagem Financeira (GAF) revela os efeitos provocados sobre o lucro líquido da empresa pelas variações ocorridas no LAJIR. O GAF sempre se refere a um nível específico de produção e vendas que, associado aos preços de venda e custos operacionais variáveis e fixos, determina certo valor-base para o LAJIR. Assim, expressará o número de vezes que a variação no LL representa a partir da variação no LAJIR.

#### 2.4 As Vantagens do Método de Análise Econômica e Financeira

Enquanto o método de Fluxo de Caixa Descontado requer a adoção de diversas premissas, bem como a projeção de muitas informações acerca da empresa avaliada e do mercado no qual ela está inserida, a Análise Econômica e Financeira normalmente não se utiliza de premissas. A prática de fazer uso de tais projeções pode gerar distorção na análise, uma vez que essas premissas podem não se concretizar.

#### 2.5 As Desvantagens do Método de Análise Econômica e Financeira

Em relação às desvantagens desse modelo, a primeira delas é que, assim como alguns outros modelos, este não gera necessariamente um preço único para a empresa avaliada.

Outra limitação do modelo de Análise Econômica e Financeira é que há diferenças contábeis entre as empresas, o que pode gerar interpretações equivocadas no momento da análise. Segundo BODIE (1996), a arbitrariedade de algumas regras contábeis, sobretudo a depreciação e os estoques, a diferença entre os lucros contábil e econômico e as diferentes taxas de crescimento de cada empresa pode gerar distorções na análise feita a partir dos múltiplos.

### 3. METODOLOGIA

De acordo com OLIVEIRA (1999), “um método é o conjunto de processos pelos quais se torna possível conhecer uma determinada realidade, produzir determinado objeto ou desenvolver certos procedimentos ou comportamentos”.

Este trabalho terá uma abordagem essencialmente quantitativa, uma vez que usará dados reais e concretos para fazer uma análise da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.

Dentre as principais características deste tipo de abordagem, pode-se mencionar o objetivo de promover um estudo estruturado, focalizado e pontual, por meio de informações quantitativas; o uso de técnicas de análise pelo princípio da dedução, isto é, partindo-se de um todo para chegar ao específico; e a prospecção das informações quantitativas que ocorre por meio de respostas estruturadas.

Apesar do caráter predominantemente quantitativo, esta pesquisa também contará com alguns aspectos qualitativos, sobretudo no momento de se analisar as informações encontradas através do cálculo dos diversos indicadores econômicos e financeiros presentes nesse trabalho. A priorização da abordagem quantitativa se justifica, dentre outros argumentos, pelo seguinte,

A abordagem qualitativa tem sido frequentemente utilizada em estudos voltados para a compreensão da vida humana em grupos, em campos como a sociologia, antropologia e psicologia, dentre outros das ciências sociais. Esta abordagem tem tido diferentes significados ao longo da evolução do pensamento científico, mas se pode dizer, enquanto definição genérica, que abrange estudos nos quais se localiza o observador no mundo, constituindo-se, portanto, num enfoque naturalístico e interpretativo da realidade. (DENZIN e LINCOLN, 2000)

A fonte fundamental para esta pesquisa advém de dados contábeis, econômicos e financeiros, da companhia Gol Linhas Aéreas S.A. Todas estas informações foram retiradas diretamente do site oficial da empresa ([www.voegol.com.br](http://www.voegol.com.br)), especificamente na área de relação com investidores.

Por se tratar de uma Análise Econômica e Financeira de empresas, este trabalho utilizar-se-á de diversos indicadores econômicos e financeiros tradicionais e já bastante difundidos no universo da análise de empresas. Dentre os principais indicadores, mencionam-se os de liquidez, endividamento, rentabilidade, prazo médio, entre outros já referidos.

Como já explicitado, o universo de pesquisa deste trabalho é a análise da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., considerando-se todas as peculiaridades desta empresa em relação ao mercado no qual esta se insere.

Em tese, esta metodologia de trabalho também pode ser utilizada nas demais empresas do setor de transportes aéreos do Brasil. Apesar disso, a aplicabilidade do presente estudo ficará, em princípio, restrita ao setor em questão, bem como às empresas a ele pertencentes, sobretudo, pelas diversas peculiaridades em relação a outros setores/mercados.

#### 4. APLICAÇÃO

A seguir, serão feitas as análises dos principais indicadores econômicos e financeiros da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., com o intuito de entender a real situação da empresa nos anos anteriores a 2012.

Ressalta-se que, sempre que pertinente, serão trazidos ao estudo os indicadores do setor de transportes aéreos brasileiro ou de empresas que atuem no mesmo, para complementar a análise da GOL, em comparação ao mercado no qual esta se insere.

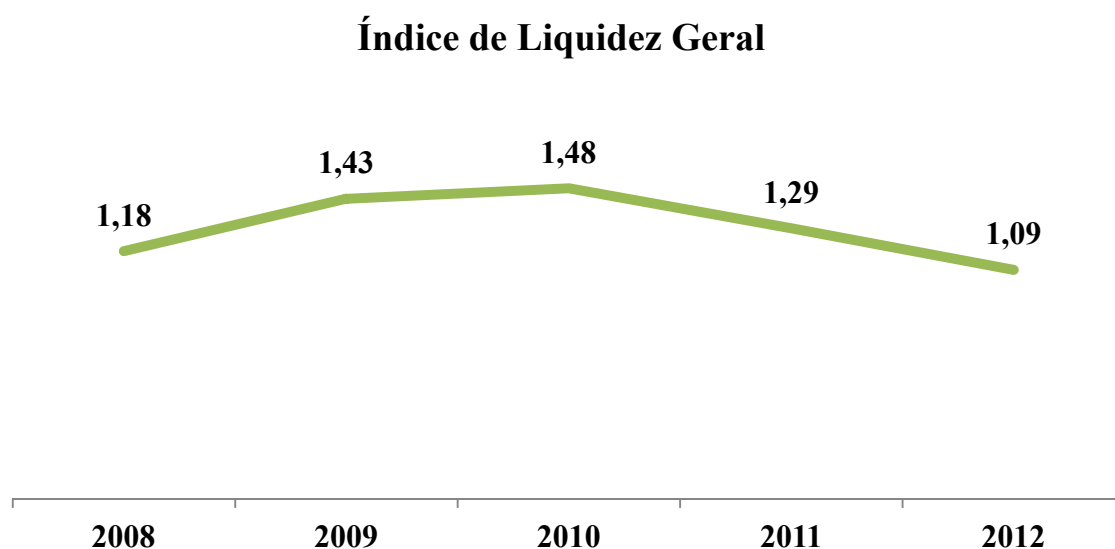


Figura 1: Índice de Liquidez Geral da Gol.

Em relação ao Índice de Liquidez Geral, encontram-se valores satisfatórios, isto é, maiores que 1. Isto porque, segundo seu conceito, em 2010 por exemplo, para cada R\$ 1,00 de dívida, seja de curto ou longo prazo, a empresa possuía R\$ 1,48 em ativos.

Financeiramente falando, as empresas buscam manter seus níveis de liquidez geral acima de 1,00 para conseguirem honrar seus compromissos.

Em comparação aos índices de Liquidez Geral da TAM, principal concorrente no mercado brasileiro, nota-se que a GOL ficou um pouco aquém, com um índice de 1,09 ante 1,33 de sua principal concorrente em 2012.

Este dado não chega a ser preocupante, uma vez que, apesar de ter um índice de liquidez pior do que o de sua principal concorrente, a GOL ainda manteve este índice acima de 1,00 o que, em termos financeiros, é positivo para a companhia.

### Índice de Liquidez Imediata

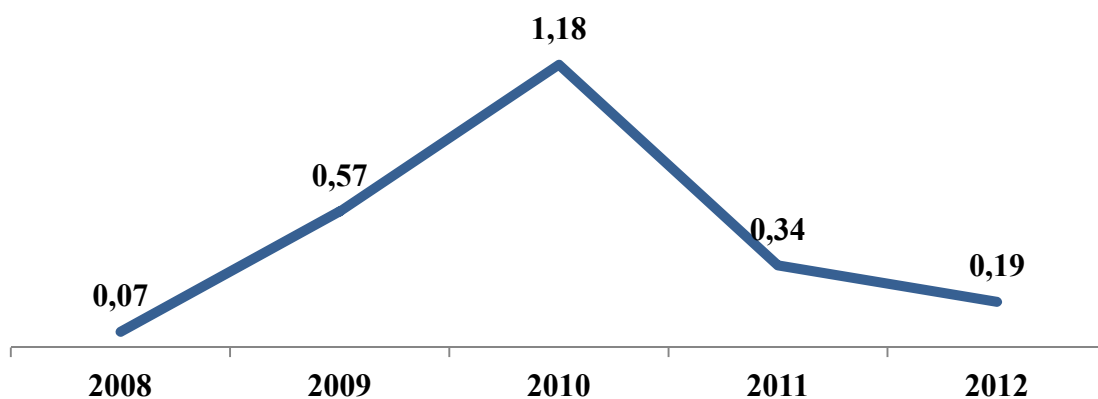


Figura 2: Índice de Liquidez Imediata da Gol

Analisando o Índice de Liquidez Imediada, nota-se a mesma tendência de queda observada no índice de liquidez geral, porém neste caso já são esperados valores bem inferiores à situação anterior, já que as empresas optam por não deixar grandes valores em ativos extremamente líquidos (disponibilidades), dada a sua baixa rentabilidade.

## Índice de Liquidez Corrente

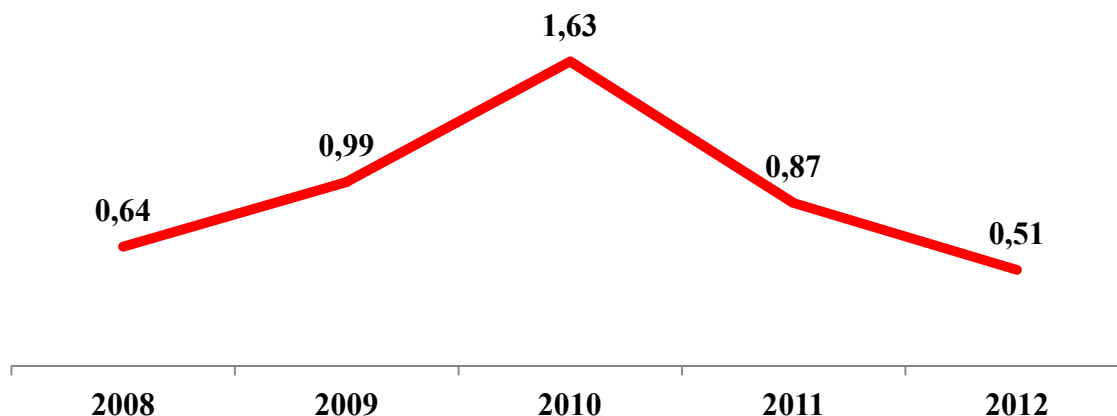


Figura 3: Índice de Liquidez Corrente da Gol

Em relação ao Índice de Liquidez Corrente, normalmente o mais utilizado nas análises de liquidez das empresas, não se observou um cenário muito favorável, por conta da abrupta queda verificada neste indicador nos últimos dois anos estudados. Seguindo a mesma tendência dos índices avaliados anteriormente, a Liquidez Corrente da GOL teve seu ápice em 2010, quando atingiu o excelente marca de 1,63, porém nos anos seguintes sofreu uma forte queda, chegando a 0,51 em 2012.

O setor de Transportes Aéreos brasileiro apresentou uma média de aproximadamente 0,5 de Liquidez Corrente no final de 2012. Observando-se os dados formalmente, nota-se que a GOL está na média do setor, porém é preocupante a forte queda deste índice da companhia em apenas dois anos.

Retomando o conceito do indicador, pode-se dizer que a situação financeira da GOL não é muito confortável, uma vez que hoje ela não seria capaz de honrar com todas as duas obrigações de curto prazo com os seus ativos de mesmo prazo.

## Grau de Endividamento

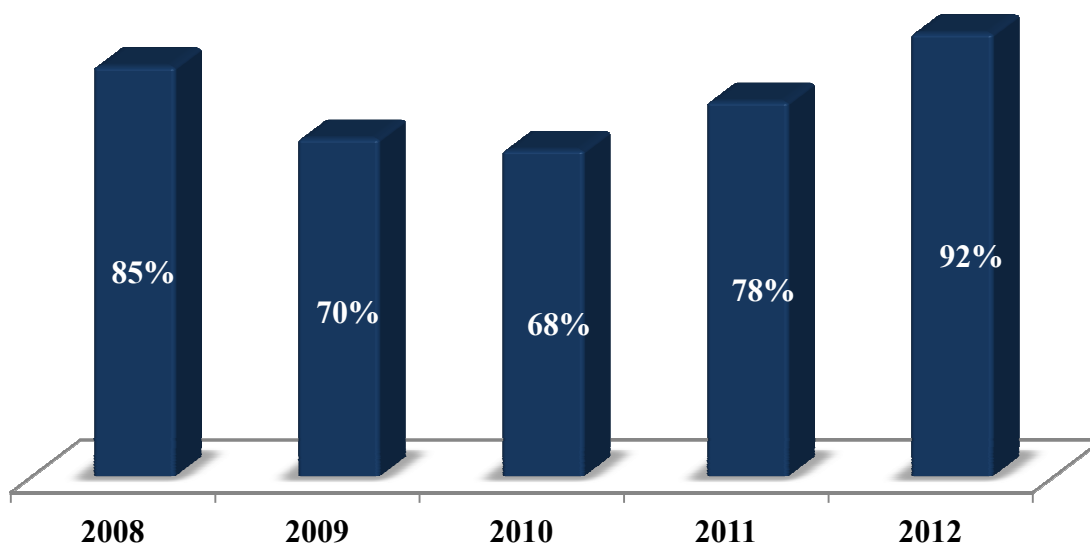


Figura 4: Grau de Endividamento da Gol

Em relação à estrutura de capital da GOL, nota-se um considerável grau de endividamento, Embora essa característica seja bastante comum nas empresas de transportes aéreos no Brasil e no mundo, devido aos grandes gastos com compras de aeronaves e combustível, a GOL apresentou um grau acima do esperado para este mercado. Em 2012, por exemplo, a TAM apontou um nível de endividamento de 75%.

Além disso, também pode-se constatar a partir do gráfico a evolução desse grau de endividamento. Em 2010, atingiu o menor nível no período estudado (68%), entretanto, desde então passou a crescer de maneira preocupante, chegando ao elevado nível de 92% em 2012.

## Composição do Endividamento

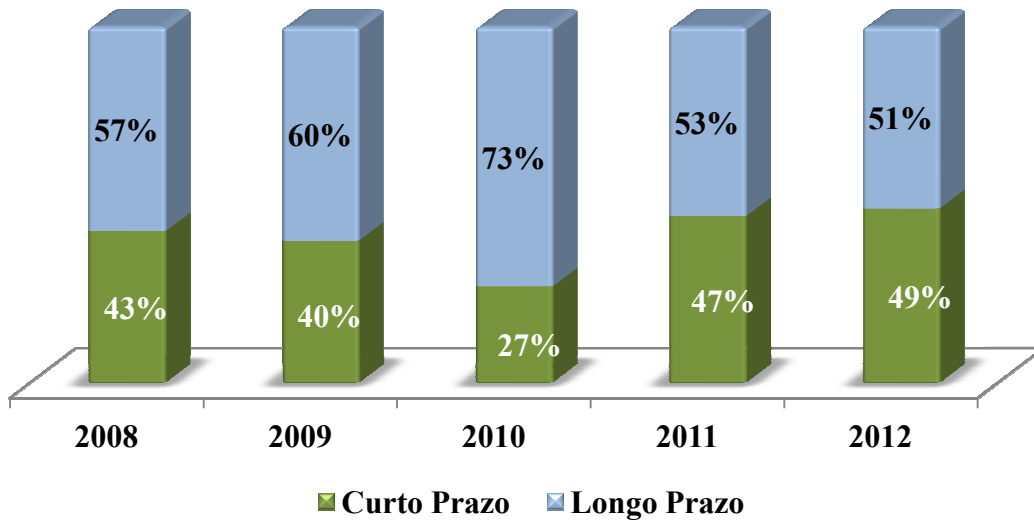


Figura 5: Composição do Endividamento da Gol

No que diz respeito à Composição do Endividamento, vê-se um bom panorama, uma vez que a maior parte da dívida da GOL está alocada em contas de longo prazo, muito provavelmente por conta do peso dos financiamentos/leasing de aeronaves no endividamento total da companhia.



## Imobilização do Capital Próprio

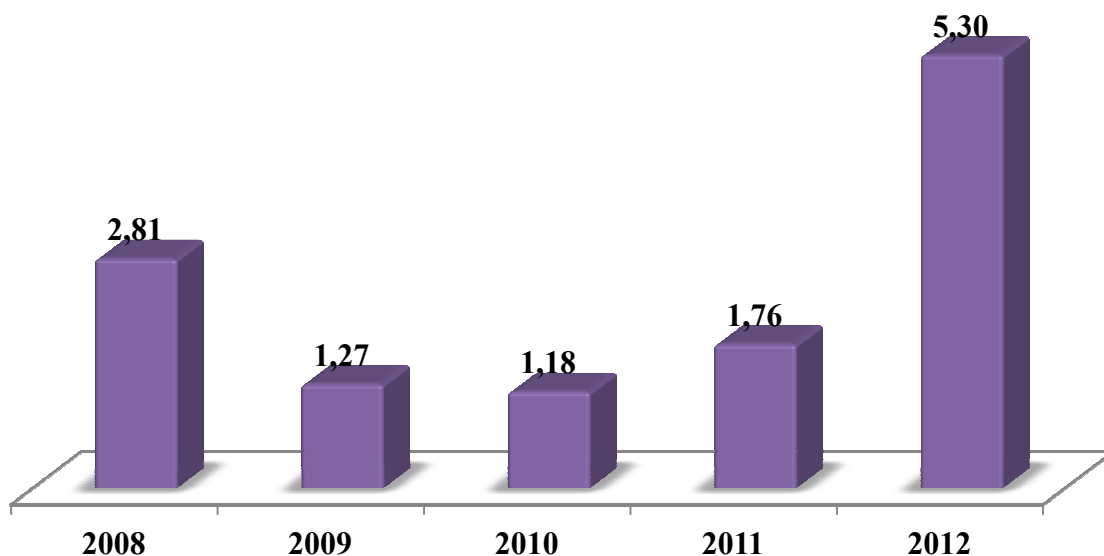


Figura 6: Imobilização do Capital Próprio da Gol

A Imobilização do Capital Próprio vinha mostrando bons índices, principalmente nos anos de 2009 e 2010, porém em 2012 verifica-se um significativo descolamento da média dos anos anteriores, alcançando a marca de 5,30, patamar demasiadamente elevado.

Nas companhias de transportes aéreos são toleráveis níveis de imobilização do patrimônio líquido mais elevados que nas demais empresas, porém essa peculiaridade do setor não justifica o índice verificado pela GOL em 2012. Observando a TAM, principal concorrente no mercado de aviação brasileiro, nota-se indicadores bem abaixo dos observados. Em 2012, por exemplo, a TAM fechou o ano com um índice de imobilização do capital próprio de 2,29, enquanto a GOL apresentou um índice de 5,30 no mesmo período.

Esse elevado índice demonstra que a empresa investe de maneira intensiva em ativos imobilizados, o que pode gerar uma escassez de recursos disponíveis para

investimento no ativo circulante, prejudicando o funcionamento operacional da Companhia.

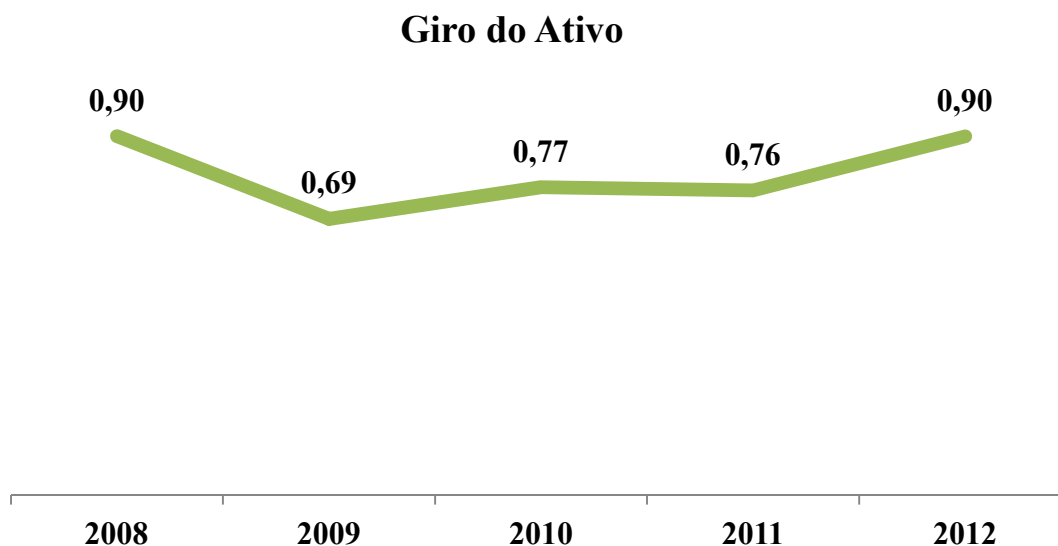


Figura 7: Giro do Ativo da Gol

Nesta análise de Giro do Ativo, nota-se valores abaixo de 1,0 em todos os períodos observados. Imparcialmente, este não seria um valor ideal de Giro, porém, por se tratar de uma companhia de transporte aéreo, os valores estão no padrão do mercado brasileiro.

Vale destacar que, a partir de 2009, nota-se um movimento de evolução do índice, alcançando a marca de 0,9 em 2012. Este dado pode ser muito positivo para a companhia, pois mostra que ela está conseguindo impor um maior giro (produtividade) de seu ativo.

Este indicador, aliado à Margem, é de fundamental importância na análise de empresas, uma vez que a conjugação de ambos representa diretamente a taxa de retorno dos investimentos da companhia.

## Margem Bruta

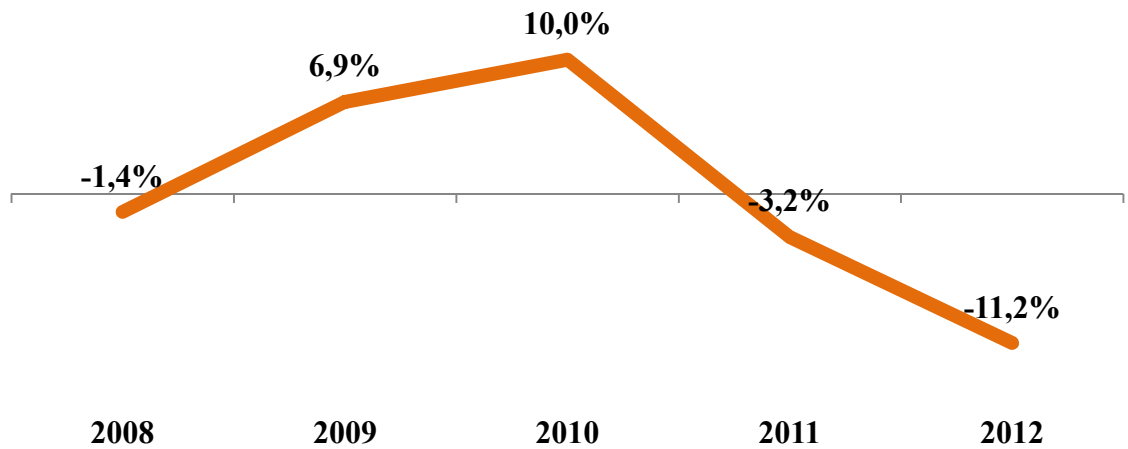


Figura 8: Margem Bruta da Gol

Nas análises de Margem Bruta, não se encontra um cenário muito positivo para a companhia. Apesar dos bons resultados obtidos em 2009 e 2010, a GOL não conseguiu manter seus nível de Margem Bruta num patamar ideal, permitindo que, em 2011, este indicador passasse a ser negativo, aliado a uma piora substancial em 2012.

Desta forma, pode-se concluir que o resultado bruto da empresa também está negativo, o que é, sem dúvida, preocupante, uma vez que a atividade em si não consegue proporcionar retornos positivos.

Sendo assim, a companhia precisa rever, principalmente, seus gastos e fazer o maior número de cortes possíveis, com o intuito de tentar melhorar sua Margem Bruta, a fim de manter suas atividades.

## Margem Líquida

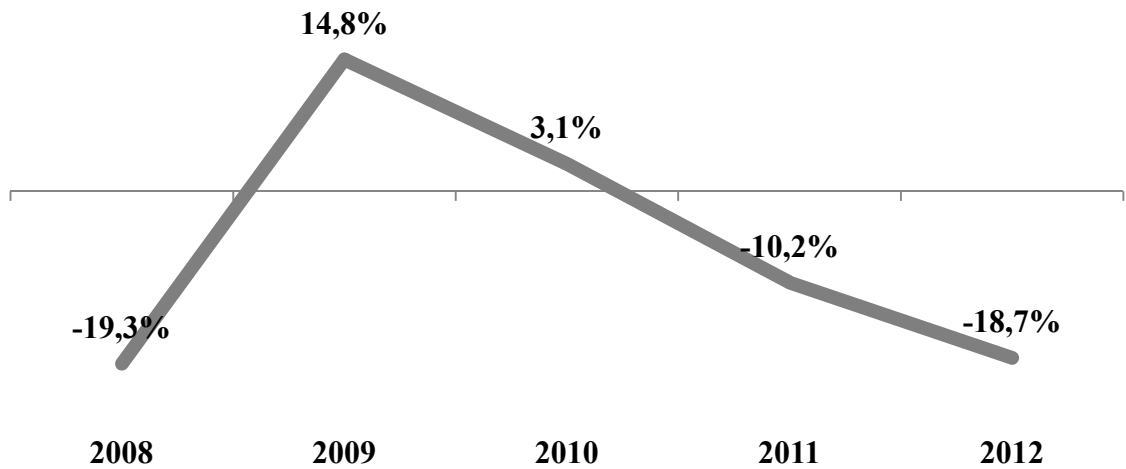


Figura 9: Margem Líquida da Gol

Feita a análise da Margem Operacional, o foco agora será a Margem Líquida, que contempla também os resultados financeiros da companhia.

Assim como no indicador visto anteriormente, a situação aqui também não é favorável. Depois de seu pico em 2009, a Margem Líquida da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. vem em franca queda, inclusive atingindo patamares abaixo de zero em 2011 e 2012.

Com esses níveis recentes de Margem Líquida, a situação da empresa torna-se mais delicada ainda. Com uma Margem Líquida negativa, a taxa de retorno do negócio também passa a ser negativa, o que pode implicar diversos problemas para a empresa, principalmente no que diz respeito à capacidade desta companhia em captar recursos para investimentos no negócio.

## Retorno sobre Investimento

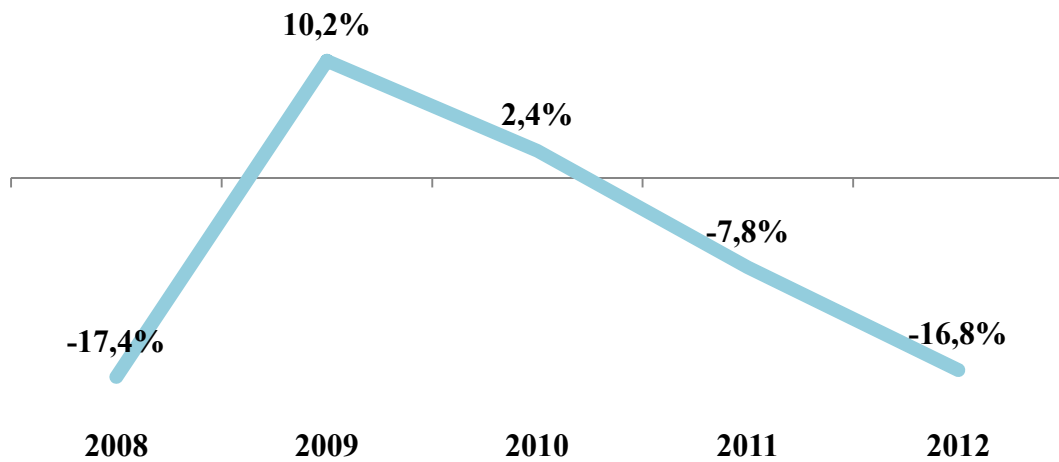


Figura 10: Retorno sobre Investimento da Gol

Como é possível perceber a partir do gráfico, o Retorno sobre Investimento (ROI) inicia uma tendência de queda em 2010 e se estende até, pelo menos, 2012. Isto significa que o Lucro Líquido vem caindo de maneira sistemática, dados os fracos resultados vistos nas análises de Margem feitas anteriormente.

Dessa forma, nota-se que a situação financeira da empresa, em termos de rentabilidade, não é boa. Um ROI negativo desde o ano de 2011 representa prejuízos recorrentes, agravando ainda mais o cenário para a GOL.

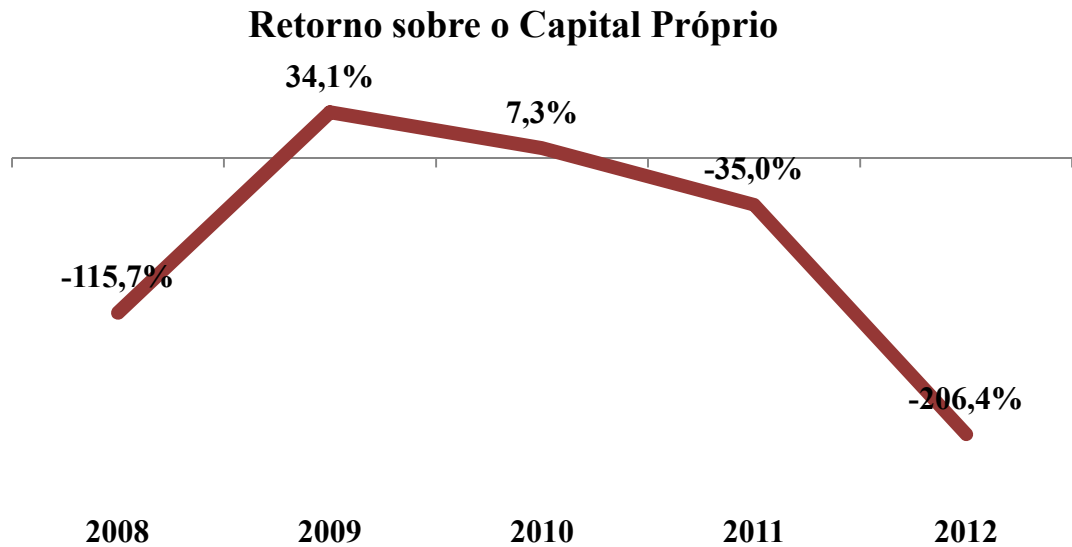


Figura 11: Retorno sobre o Capital Próprio

Em relação ao Retorno sobre o Capital Próprio (ROE), nota-se a mesma tendência de curva do ROI, isto é, crescimento de 2008 para 2009 e, desde então, queda acentuada, culminando, em 2012, no pior valor deste índice no período observado.

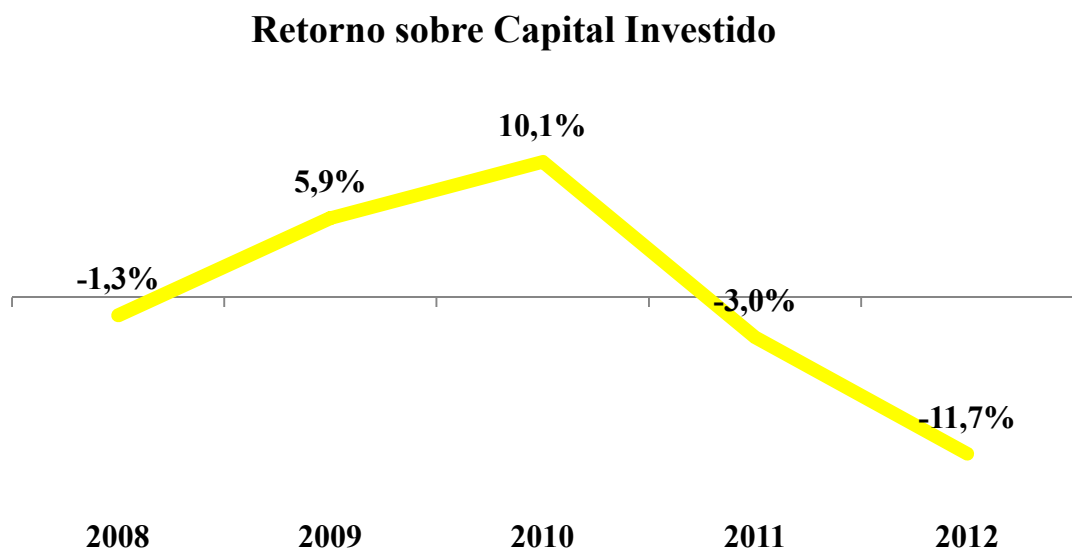


Figura 12: Retorno sobre o Capital Investido da Gol

Nas análises acerca do ROIC, também se verifica a mesma curva de tendência observada nos índices de rentabilidade anteriores.

## 5. CONCLUSÃO

Com base no que foi analisado, torna-se possível uma interpretação sobre a situação em que se encontrava a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., até registrar o prejuízo bilionário no final de 2012.

Além disso, este capítulo também se propõe a responder se, realmente, era possível prever o resultado alcançado pela GOL em 2012, por meio do Modelo de Análise Econômica e Financeira de empresas.

Em relação à situação de liquidez da GOL, pode-se concluir que, até 2010, de maneira geral, os índices analisados – Liquidez Geral, Liquidez Corrente e Liquidez Imediata – não apresentavam valores ruins para uma empresa do setor de transportes aéreos brasileiros.

Apesar disso, via-se claramente uma tendência de queda nas curvas de liquidez da Companhia. Com o ápice em 2010, estas curvas não se sustentaram, apresentando significativas quedas nos anos seguintes. Sendo assim, por conta dessa tendência verificada, era de fato possível prever uma piora considerável na condição de liquidez da GOL em 2012.

Essas involuções na condição de liquidez da companhia certamente contribuíram para o prejuízo verificado ao final de 2012.

Em relação à Estrutura de Capital da GOL, há duas observações pertinentes a se fazer. Primeiramente, pode-se observar uma evolução do Grau de Endividamento da

empresa, o que normalmente não é positivo para as empresas, sobretudo sob a ótica do resultado financeiro.

Com o menor valor alcançado em 2010, 68%, a Companhia não conseguiu repetir o resultado no ano seguinte, chegando a um endividamento de 78% em 2011. Embora um alto endividamento seja característico no setor de aviação brasileiro, principalmente por conta dos altos gastos com compras de aeronaves e combustível, a GOL apresentou um valor acima do considerado normal para o setor em 2011.

Com um significativo crescimento desse indicador, de 2010 para 2011, a situação da Companhia passou a ser mais delicada, devido à grande importância deste índice para o bom funcionamento da empresa. Além da tendência de piora do grau de endividamento iniciada em 2011, as condições de liquidez da GOL também contribuíram para o aumento do GE em 2012.

Aliado ao crescimento do Grau de Endividamento da GOL, pode-se constatar que a composição do seu endividamento também tem piorado, isto é, a participação da dívida de curto prazo tem aumentado na dívida total da companhia.

Embora tenha apresentado um resultado muito bom para o setor em 2010, com apenas 27% do total da dívida sendo de curto prazo, a GOL não conseguiu repetir esse bom resultado no ano seguinte. Em 2011, após um crescimento de 20 p.p. deste índice, a companhia apresentou 47% do total se sua dívida como sendo de curto prazo.

Com a Composição do Endividamento nesse patamar, a situação financeira da empresa passa a ser muito mais complicada, uma vez que as dívidas começam a vencer e, devido aos baixos índices de liquidez da GOL, não há capital suficiente para o pagamento das dívidas.



Diante do não pagamento das dívidas no prazo, os gastos com multa, mora e juros crescem substancialmente, o que compromete diretamente o resultado financeiro da Companhia.

Conforme dito anteriormente, após bons resultados em 2010, os indicadores de Estrutura de Capital da GOL sofreram significativa piora no ano seguinte, o que também pode ser considerado como um indício para se prever que, em 2012, o resultado seria ainda pior.

Analisando o Giro de Ativo da GOL, pode-se observar bons valores para este indicador, inclusive com bons crescimentos ao longo dos últimos anos. O fato de o Giro estar com valores satisfatórios é muito importante, porém este indicador por si só não diz muita coisa. Para uma análise mais completa e precisa, deve-se avaliar os Indicadores de Margem.

Apesar de apresentar bons valores de Giro de Ativo para o setor no qual está inserida, a GOL sofreu, após um crescimento de 2008 a 2010, uma abrupta queda em sua Margem Bruta no ano de 2011, prejudicando de maneira considerável a saúde da empresa. Esta queda em 2011, de 13,2 p.p. em comparação com o ano anterior, é resultado direto da piora significativa que foi observada nos indicadores apresentados neste estudo.

De acordo com o conceito de Margem Bruta, já exposto, quando este indicador é negativo, pode-se concluir que o resultado operacional da Companhia também é negativo, isto é, trata-se de uma geração sistemática de prejuízo operacional.

Em relação à Margem Líquida, que engloba os resultados financeiro e operacional da empresa, também foram encontrados valores negativos, em 2008 e a partir de 2011. Neste caso, pode-se observar uma tendência de queda iniciada em 2010, que segue, pelo menos, até o fechamento de 2012. Com estas sucessivas quedas, houve

um agravamento considerável na situação financeira da empresa, uma vez que, quando não há geração de lucros, compromete diretamente o pagamento das dívidas em vencimento.

Em relação aos indicadores de rentabilidade do negócio, o primeiro a ser abordado será o ROI. Neste caso, também é notável a queda iniciada em 2009, alcançando valores abaixo de zero a partir de 2011.

Resultado da multiplicação entre Margem Líquida e Giro do Ativo, o ROI da GOL não poderia apresentar valores muito favoráveis, uma vez que a Margem Líquida tem apresentado sucessivas quedas nos últimos anos.

Em relação ao Retorno sobre o Capital Próprio, ROE, pode-se observar a mesma tendência de queda vista no ROI. Como este indicador representa o retorno do proprietário, neste caso o acionista, vê-se que a GOL não é atualmente uma das melhores empresas para aquisição de ações.

Reafirma-se que, ao promover a Análise Econômica e Financeira da GOL, retroativa ao ano de 2012, pôde-se concluir que a situação da GOL vem se agravando de maneira sistemática.

Observando os indicadores analisados neste estudo, nota-se que a grande maioria deles tem piorado de maneira sistemática desde 2009/2010, evidenciando o agravamento da situação econômica e financeira da Companhia.

Portanto, com base no que foi visto ao longo deste trabalho, pode-se concluir, de fato, que a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. já dava claros indícios de que registraria um expressivo prejuízo no ano fiscal de 2012.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A., ESTRUTURA E ANÁLISE DE BALANÇOS. 8ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BM&F BOVESPA. Novo Mercado. Concedido em:

<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novo-mercado.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp)>.

Acesso em: 24 de maio 2013.

BODIE, Z; KANE, A; MARCUS, A. J. FUNDAMENTOS DE INVESTIMENTO. 3ed. Porto Alegre: Bookman, 1996.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J., AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Calculando e gerenciando o valor das empresas “Valuation”. 3ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. Valuation: Security Analysis For Investment And Corporate Finance. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, 2006. Concedido em: <<http://www.damodaran.com>>. Acesso em: 24 de maio 2013.

FUNDAMENTUS. Concedido em: <<http://www.fundamentus.com.br>>. Acesso em: 02 de junho de 2013.

GITMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira – 12ed. São Paulo: Bookman, 2010.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S/A. Investidores  
<<http://www.voegol.com.br>> . Acesso em: 14 de maio 2013.

IUDÍCIBUS, S., CONTABILIDADE GERENCIAL, 9ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARION, J. C. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: Contabilidade Empresarial, São Paulo: Atlas, 2012, 7ed.

OLIVEIRA, S. L. TRATADO DE METODOLOGIA CIENTÍFICA. São Paulo: Pioneira, 1999.

PADOVEZE, Clovis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, São Paulo, Thomson 2004.

RIBEIRO, O. M. ESTRUTURA E ANÁLISE DE BALANÇO FÁCIL. 6ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração Financeira, Corporate Finance, 2ed. Tradução por Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2011.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação, 4ed. Florianópolis: UFSC, 2005.

VIEIRA, R. e SANTOS, M. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS ATRAVÉS DE ÍNDICES FINANCEIROS. Veredas Favip, Caruaru, 2005.

WARREN, REEVE e FESS. CONTABILIDADE GERENCIAL. 2ed. São Paulo: Thomson, 2008.

Anexo 1 – Demonstrações do Resultado dos Exercícios e Balanços Patrimoniais de  
2008 e 2012 da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.