

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ISABELA SOUZA E SILVA

**AS VARIAÇÕES DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS APÓS  
ABERTURA DE CAPITAL: O CASO DA EMPRESA AZUL S.A.**

MONOGRAFIA

Rio de Janeiro

2019

ISABELA SOUZA E SILVA

**AS VARIAÇÕES DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS APÓS ABERTURA  
DE CAPITAL: O CASO DA EMPRESA AZUL S.A.**

Trabalho de conclusão de Curso requisitado como exigência obrigatória para a obtenção de título de bacharel em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Orientador: Prof. Dr. Luiz S. Lins

Rio de Janeiro

2019

**AS VARIAÇÕES DOS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS APÓS  
ABERTURA DE CAPITAL: O CASO DA EMPRESA AZUL S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

---

Orientador: Prof. Dr. Luiz dos Santos Lins

---

Avaliador: Prof. M. Sc. Luiz Antônio Ochsendorf Leal

---

Avaliador: Prof. M. Sc. Luiz Alberto Pereira de Mattos

Rio de Janeiro

2019

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus por me fazer acreditar que tudo é possível. Agradeço a minha família por todo apoio e paciência. Aos meus amigos e colegas de trabalho por torcerem e vibrarem comigo durante toda a caminhada universitária. Deixo também meu obrigada aos professores sensacionais da UFRJ. Fim de mais uma etapa.

## EPÍGRAFE

*“Não há ensino sem pesquisa e pesquisa sem ensino.”*

Paulo Freire

## RESUMO

Como alternativa para propiciar a captação de recursos as empresas realizam a Oferta Inicial de Ações, o chamado IPO. Para abrirem capital, as companhias devem antes de tudo realizar um longo processo. O prospecto faz parte do processo e é documento obrigatório com o descritivo, dentre outros, dos planos e perspectivas da empresa. O objetivo do estudo é analisar o desempenho econômico e financeiro da companhia Azul S.A. antes e depois do processo de abertura de capital, ocorrido em abril de 2017. O foco da pesquisa é avaliar o ano em que ocorreu o IPO no que tange o prospecto entregue pela companhia e a efetiva destinação dos recursos obtidos. Quanto ao processo metodológico utilizado, a pesquisa bibliográfica é classificada como qualitativa e quantitativa e conduzida através de um estudo de caso. Para análise dos dados, foi realizada a comparação entre os indicadores econômico-financeiros antes e após o IPO. Os resultados obtidos indicaram que a abertura de capital propiciou uma menor dependência no capital de terceiros e reduziu a alavancagem financeira. Concluiu que a Azul tentou seguir o prospecto referente a destinação dos recursos obtidos com o IPO.

**Palavras-chave:** IPO. Indicadores Econômico-Financeiros. Abertura de Capital. Prospecto.

## **ABSTRACT**

As an alternative to raise capital, companies execute Initial Public Offer, the IPO. In order become a public held company, companies should pass through a long process. The offering memorandum is part of this process and describes, among several things, the company's plans and perspectives. The objective of this study is to analyze the economic and financial performance of Azul S.A before and after the IPO, which took place in April 2017. The research's focus is to evaluate the year in which the IPO occurred regarding the offering memorandum delivered by the company and the allocation of the fund raised in the IPO. Regarding the methodological process, the bibliographic research is classified as qualitative and quantitative and conducted through a case study. For data analysis, a comparison between the economic and financial indicators before and after the IPO was made. The results indicated that IPO provided less dependence on third party capital and reduced financial leverage of the company. It was concluded that Azul S.A attempted to follow the use of proceeds settled in the offering memorandum.

**Keywords:** IPO. Financial Indicators. Capital Opening. Offering Memorandum

## SUMÁRIO

### **1. INTRODUÇÃO**1

### **2. REFERENCIAL TEÓRICO**2

#### 2.1 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL2

##### 2.1.1 HISTÓRICO3

##### 2.1.2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS5

##### 2.1.3 BOLSA DE VALORES6

#### 2.2 IPO – *INITIAL PUBLIC OFFERING*7

#### 2.3 ANÁLISE DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIROS8

##### 2.3.1 INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL9

##### 2.3.2 ÍNDICES DE LIQUIDEZ10

##### 2.3.3 INDICADORES DE RENTABILIDADE10

##### 2.3.4 OUTROS INDICADORES11

### **3. METODOLOGIA**11

#### 3.1 DEFINIÇÃO DO TIPO DE PESQUISA11

#### 3.2 DEFINIÇÃO DE HIPÓTESE DE PESQUISA12

#### 3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE ANÁLISE DE DADOS12

##### 3.3.1 INSTRUMENTO DE PESQUISA12

##### 3.3.2 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE13

#### 3.4 JUSTIFICATIVA13

#### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA13

### **4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS**14

#### 4.1 A EMPRESA OBJETO DE ESTUDO14

#### 4.2 PROSPECTO DEFINITIVO E ESTIMATIVA DAS DESTINAÇÕES DE RECURSO16

#### 4.3 PROSPECTO DEFINITIVO E EFETIVA DESTINAÇÕES DE RECURSO17

#### 4.4 ANÁLISE DOS REFLEXOS DA ABERTURA DE CAPITAL18

#### 4.5 INTERPRETAÇÃO DE RESULTADOS21



**5. CONCLUSÃO**22

**6. REFERÊNCIAS**23

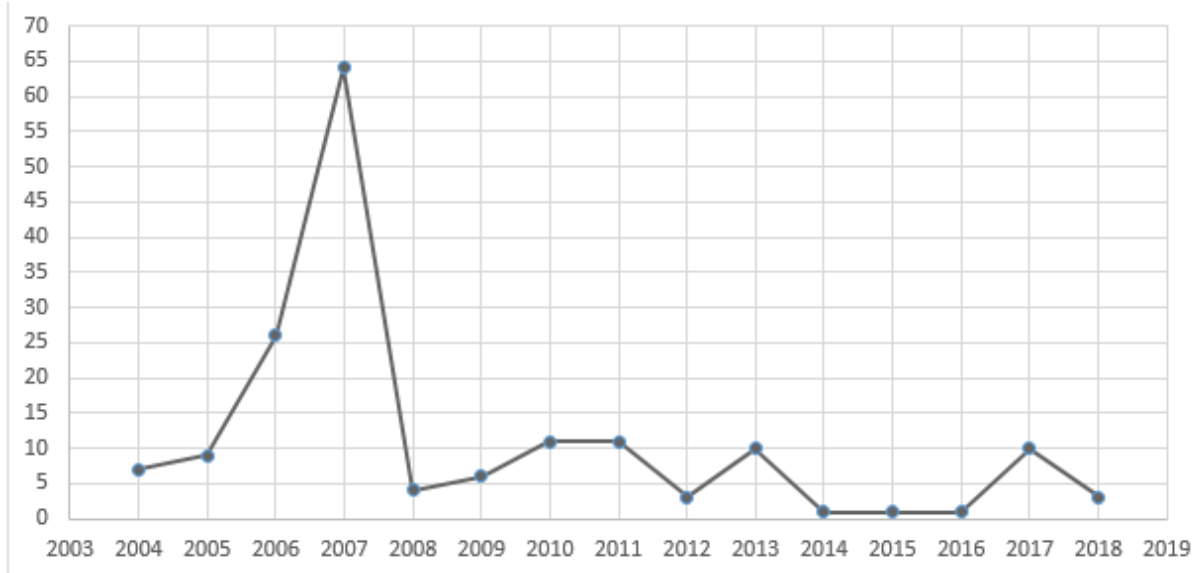
## 1. INTRODUÇÃO

A oferta pública de ações – chamada de IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*) – é uma opção para se inserir no mercado de capitais e assim, viabilizar a obtenção de recursos para as empresas com o objetivo de incentivar os investimentos necessários para o desenvolvimento da companhia. (ASSAF NETO, 2012).

Principalmente em tempos de aumento de clientes para utilizar o transporte aéreo, um estudo do Ministério dos Transportes, Portos e Aviação Civil mostra que a demanda por esse serviço pode triplicar nos próximos 20 anos, atingindo 700 milhões de passageiros nos aeroportos brasileiros (MINISTÉRIO DA INFRAESTRUTURA, 2017).

Segundo Biral (2010, p. 11) “O período de 2004 a 2008 foi marcado pela maior onda de IPOs [...] já observada no Brasil”, porém a crise global de 2008 afetou diretamente as ofertas públicas de ações na bolsa brasileira. Conforme podemos observar no Gráfico 1 abaixo, de 2004 a 2008 aconteceu o “boom” dos IPOs, reduzindo drasticamente nos anos seguintes a crise. Cabe ressaltar, portanto, que a abertura de capital não é garantia de sucesso e pode gerar problemas, dependendo das condições de mercado e incerteza da precificação das ações (CVM, 2015).

**Gráfico 1 - Números de IPO no Brasil**



Fonte: Revista ISTOÉ, 2018

Nesse cenário, formulou-se o seguinte problema: após a abertura de capital, como se comportaram os indicadores econômico-financeiros da companhia? E nesse sentido, o objetivo geral do estudo é verificar o desempenho desses indicadores econômico e financeiro com a

abertura de capital da companhia Azul S.A. Para isso, foram analisadas as demonstrações contábeis de anos anteriores do IPO e o ano imediatamente posterior.

Com base nesse estudo, a ideia é encontrar um esclarecimento sobre o objetivo das companhias em abrirem capital e assim, agregar com subsídios para um melhor entendimento do mercado de capitais. Tendo em vista que a abertura de capital é uma forma das empresas obterem recursos e terem equilíbrio entre o capital de terceiros e o capital próprio.

O momento para realização da pesquisa justifica-se pelo momento econômico do mercado em que a Azul S.A vivia quando resolveu abrir capital, sendo a única empresa do setor aéreo a realizar IPO após a crise de 2008. No que se refere a originalidade do estudo, é diferente de outras pesquisas, pois utiliza dados do prospecto definitivo de abertura de capital fornecido pela empresa objeto do estudo de caso e da efetiva destinação de recurso.

Este estudo é uma análise de caráter qualitativo e quantitativo de uma sociedade anônima que fez abertura de capital, baseado em suas demonstrações contábeis ao longo de quatro anos, que segundo Matarazzo (2010) é por meio desses números publicados que pode se avaliar as consequências do passado e determinar as ações a serem tomadas sobre a situação financeira da empresa.

Em adicional, esta pesquisa consiste, inicialmente, por esta introdução correlacionada com o objetivo do estudo e logo após é apresentado o referencial teórico sobre o mercado de capitais, definição do que é a oferta pública de ações e os indicadores econômicos e financeiros. Em seguida, são definidos os processos metodológicos utilizados e na seção quatro é descrita toda análise de dados para que assim, na seção cinco são apresentadas as considerações finais.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

O presente estudo visa embasar teoricamente a hipótese de que os indicadores econômicos financeiros transparecem a situação de uma determinada companhia antes e após o *IPO*. Dessa forma, são apresentados os conceitos e uma breve passagem do mercado de capitais no Brasil, o processo da primeira oferta pública de ações e também a análise econômico-financeira através de indicadores econômico-financeiros a partir das demonstrações contábeis.

### **2.1 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL**

### 2.1.1 HISTÓRICO

O sistema financeiro é um “conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores na economia” (CVM, 2014) e está dividido em quatro grandes mercados: mercado de capitais, mercado de câmbios, monetário e mercado de crédito.

De modo geral, podemos definir o mercado de capitais como o mercado onde ocorre operações de compra e venda de títulos, a médio ou longo prazo, para empréstimos ou capitalização objetivando o levantamento de recursos. As operações funcionam por meio das instituições financeiras privadas ou públicas que são regulamentadas por diretrizes de órgãos do Governo.

Desde o século XIX alguns fatos deram início ao mercado de capitais no Brasil, como por exemplo: a criação do Banco do Brasil em 1808, que se capitalizou com a oferta de ações no Brasil e em Angola; criação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1845 e em São Paulo no ano de 1890; e a partir de 1850 criação de empresas classificadas como Sociedade Anônimas, ofertando ações ao público em anúncios jornais.

No entanto, pode-se considerar que o mercado de capitais começa a tomar forma no Brasil a partir de 1964 quando o Governo iniciou um programa de grandes reformas econômicas que reestruturou o mercado financeiro (CVM, 2014). Coube a Lei nº 4.728 de 1965, a primeira Lei de Mercado de Capitais oferecer novos rumos a esse setor financeiro com o objetivo de incentivar poupanças para financiar o desenvolvimento econômico. A nova lei permitiu a operação de vários tipos de títulos e depósitos protegidos contra a desvalorização da moeda, além da regulamentação dos certificados de depósitos bancários (CDBs) e letras de câmbio. Como pode-se ver neste trecho da referida lei:

Art. 1º Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.  
[...]

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

I - das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;

II - das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;

III - das sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;

IV - das sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12 (BRASIL, 1965).

Em 1971, chegou a ocorrer um “boom” especulativo com os valores das ações e como consequência uma forte recessão no mercado de títulos que só conseguiu se recuperar novamente em 1975. As operações nas Bolsas passaram a sofrer influência dos fatores do mercado externo, visto que as ações das empresas brasileiras passaram a operar em outros países e houve investimento estrangeiro nas ações negociadas no Brasil.

Por essa época, a economia vivia um clima otimista diante da queda de 84,5% do Índice de Preço por Atacado<sup>1</sup> em 1964 para 15% em 1973. No entanto, no primeiro choque do petróleo os efeitos da alta do barril de US\$ 2 para US\$ 10 ocasionaram um aumento no déficit da balança comercial brasileira que saiu de US\$ 241 milhões para quase US\$ 5 bilhões. No segundo choque do petróleo, em 1984, o barril chegou a US\$ 36.

Além dos problemas causados pela alta do petróleo, o aumento dos juros no mercado internacional e a queda dos *commodities* brasileiros acirraram a situação econômica do país devido a necessidade de equilibrar a balança de pagamentos com a obtenção de recursos captados no exterior. Em 1990, a taxa de inflação bateu os 1800% ao ano e para corrigir a situação inflacionária, o presidente da época, Fernando Collor de Mello, adotou medidas que abalaram com a credibilidade do mercado de capitais, com o congelamento dos depósitos bancários.

Em 1993, a inflação chegou a 2700% no Governo Itamar Franco e logo após em 1994, foi instaurado o Plano Real que acabou com a correção monetária e livrou o Brasil das sucessivas explosões na inflação. No final do século do XX, uma crise cambial gerou uma desvalorização do Real e então, com a taxa de câmbio flutuante, o Banco Central determinou as “metas de inflação” e voltou a política monetária na fixação das taxas básicas de juro, a chamada taxa Selic.

De modo geral, as altas e baixas no ciclo da economia brasileira desenharam o mercado de capitais que se tem hoje. O governo Lula manteve o controle das taxas de juros, apesar da crise imobiliária de 2008 nos Estados Unidos e aliado a isso o fortalecimento do comercial internacional com a solidificação da China. Em 2007, por exemplo, as emissões primárias de ações e debêntures na CVM chegaram a 80 bilhões, alcançando um marco histórico.

No atual momento, em que é preciso encontrar soluções para a crise fiscal e avançar na economia, o mercado de capitais é uma ferramenta que pode ajudar na retomada do

---

1 IPA, inicialmente batizado de Índice de Preços por Atacado e, a partir de abril de 2010, denominado Índice de Preços ao Produtor Amplo, registra variações de preços de produtos agropecuários e industriais nas transações interempresariais, isto é, nos estágios de comercialização anteriores ao consumo final.

crescimento. Os investidores brasileiros podem aproveitar o momento de juros controlados, taxas de inflação e Selic em baixa histórica para entrar cada vez mais no mercado de ações e debêntures, por exemplo. Ainda vale lembrar que o mercado de capitais é o conjunto de instituições, agentes econômicos e instrumentos legais dedicados à distribuição de valores mobiliários, segundo o próprio portal da Fazenda na *internet*.

Como regulador do mercado de capitais, foi instituído poder a Comissão de Valores Mobiliários e abaixo dela estão outros órgãos que também competem desse poder, como a B3 e a ANBIMA.

### 2.1.2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A CVM surgiu com o intuito de defender o mercado mobiliário, assegurar a divulgação e veracidade das informações e os interesses dos acionistas num cenário de livre iniciativa onde as empresas emitem títulos para captar junto ao público recursos para o financiamento de suas operações.

Segundo a Lei nº 10.411 de 2002, a Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

É de competência à Comissão de Valores Mobiliários conforme redação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976:

- I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedade por ações;
- II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
- III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
- V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

A administração máxima da CVM é composta por quatro diretores e um presidente, no qual são nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado, desde que sejam reconhecidos publicamente e tenham domínio técnico do mercado de capitais.

É na Bolsa de Valores que são negociados os títulos e ações regulamentados pela CVM.

### 2.1.3 BOLSA DE VALORES

Pode-se afirmar que a Bolsa surgiu em meados do século XIX aqui no Brasil quando alguns banqueiros começaram a exercer concessão de créditos e essa atividade foi então regulamentada. No entanto, a data de início é considerada no ano de 1876, quando se cotou títulos para um pregão e então foi fundada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Por parte do Governo foi se direcionando ao longo do tempo normatizações para a operacionalização e expansão das bolsas. Em 1960 já existiam 26 delas espalhadas pelo território nacional consideradas entidades oficiais corporativas ligadas às secretarias de finanças estaduais, hoje chamada de Secretaria da Fazenda. Pouco tempo depois, em 1966, as bolsas passaram a ser associações civis sem fins lucrativos com autonomia financeira, patrimonial e administrativa.

Somente no ano 2000, todas as unidades de bolsas de valores espalhadas pelo Brasil são integradas na Bolsa de Valores de São Paulo, nomeada BOVESPA. Em 2005 mais um passo importante é alcançado e a BOVESPA deixa de operar as ações em viva voz e passa a operar eletronicamente e em 2008 ocorre a fusão com a BM&F, que foi uma sociedade de mercado criada por empresas, corretoras de valores e bancos.

Por fim, em 2017, a BMF&Bovespa se fundiu com a CETIP, a central de custódia e liquidação de títulos, que era responsável pela operacionalização do mercado financeiro. Surgiu então a atual B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, tornando-se a quinta maior bolsa do mundo. A Bolsa de Valores brasileira se tornou dominante na América Latina e potencializou sua capacidade de atrair investidores nacionais e estrangeiros.

A vantagem de centralização em uma única Bolsa de Valores é a segurança na hora de realização das operações tanto de venda quanto de compra, assegurando a validade dos títulos em negociações e a fluidez do mercado, ou seja, a conexão entre de compradores e vendedores, que tenham interesses em comum, seja mais rápida.

As operações são divididas em dois ambientes: o mercado primário da bolsa e o mercado secundário. O mercado primário é o que ouvimos falar por primeira oferta de ações de uma

companhia. Enquanto o mercado secundário são as compras e vendas de ações das companhias já listadas na Bolsa de Valores.

## 2.2 IPO – INITIAL PUBLIC OFFERING

A primeira oferta pública de ações de uma empresa é também chamada pela sigla do termo em inglês *IPO, initial public offering*.

Antes de tudo, vale ressaltar que ação “é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas” (CVM, 2014).

É um grande marco para as empresas tomarem a decisão de abrir o capital, segundo a PWC (2015):

[...] é uma decisão estratégica que altera de forma definitiva a gestão, os controles internos e a transparência da empresa. As empresas precisam avaliar objetivamente se estão preparadas para abrir seu capital. A empresa precisará atender a exigências adicionais e terá obrigações permanentes na condição de uma Companhia Aberta, o que poderá exigir novos conjuntos de competências da administração e dos funcionários, controles adicionais e mudanças nos negócios.

Ainda assim, a empresa deve ter perfil para se tornar uma companhia com negociações em bolsa e antes confrontar os custos e benefícios. Como vantagens há o exemplo do aumento da liquidez do patrimônio dos sócios atuais, redução do custo de capital, melhora em função da expansão da imagem institucional e assim obter mais incentivos. Já como custos, podemos citar os gastos relativos a abertura de capital, como a contratação de uma instituição financeira para nortear o processo; a expedição de toda documentação exigida, apoiada pela contratação de serviços jurídicos e o aumento da estrutura organizacional para atender aos investidores.

O primeiro passo de uma companhia para abrir capital é ingressar com o pedido de registro de Companhia Aberta à CVM para que possa efetuar a venda de ações ao público seja para negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado.

Segundo Soares (2011), temos as seguintes etapas para abertura de capital:

1. contratação de advogados e auditoria externa independente para adaptação de estatutos e, basicamente, documentos de duas categorias: os societários e relatórios financeiros da empresa, que devem seguir os padrões estipulados pela CVM;
2. contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou underwriter). A legislação do mercado de capitais requer que



- toda distribuição pública seja realizada através de uma instituição financeira (bancos múltiplos e de investimento, corretoras e distribuidoras de valores). [...];
4. registro da empresa na CVM, na bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, além do registro da emissão pública de ações na CVM;
  5. elaboração do prospecto de emissão. Nesse documento é definido o contrato de underwriting que aborda a qualificação das partes, a definição de preço, volume de ações a ser negociado e das demais características da operação;
  6. apresentações aos potenciais investidores (road shows), recebimento dos pedidos de reserva de ações pelos investidores e coleta de intenções dos investidores (bookbuilding);
  7. publicação do anúncio da distribuição, geralmente, em jornal de grande circulação. [...];
  8. publicação do anúncio de encerramento de distribuição. Normalmente, a subscrição deve ser concluída em, no máximo, seis meses após a data de autorização de emissão. [...]

É de suma importância que antes da abertura de capital seja realizado um estudo para averiguar todos impactos, sejam eles positivos ou negativos na companhia, se o nível de atividade da empresa está adequado e definir os objetivos a longo prazo. Com tudo isso, as vantagens devem compensar os custos e obrigações.

### 2.3 ANÁLISE DE DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIROS

A finalidade das demonstrações financeiras é servir de informação para uma gama de usuários, como credores, clientes, investidores, empregados, sindicatos, órgãos regulatórios, governo, fornecedores e compradores. As demonstrações contábeis permitem a análise histórica e estática da empresa, podendo assim ajudar a prever situações futuras e contribuem para o planejamento de ações de acordo com os objetivos e necessidades da companhia.

Segundo Assaf Neto (2015), a análise das demonstrações financeiras se mostra como uma ferramenta fundamental na geração de informações sobre o desempenho, a situação econômico-financeira e a forma como as empresas são administradas e, por meio dela, se torna possível a elaboração de um diagnóstico financeiro das companhias e um melhor referencial para a tomada de decisões.

De maneira geral, a análise dos aspectos econômicos e financeiros de uma empresa é realizada por indicadores econômico-financeiros que apresentam a relação entre duas ou mais grandezas. Assim sendo, eles apresentam relações existentes entre contas das demonstrações financeiras, permitindo a avaliação de dados pontuais das companhias analisadas. (MATARAZZO, 2010).

Além disso, a análise de um único indicador isoladamente não é assertiva. No entanto, quando um indicador é usado para comparação entre diversas companhias de um mesmo setor em vários períodos, pode ser uma forma de embasar determinadas decisões.

Para Matarazzo (2010), os indicadores econômico-financeiros podem ser divididos nas categorias de estrutura de capital e liquidez, os quais evidenciam a situação financeira das companhias, e rentabilidade, que permite a avaliação da situação econômica. Já de acordo com Gitman (2010), os índices de liquidez e estrutura de capital medem o risco e os de rentabilidade, o retorno.

### 2.3.1 INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL

Segundo Correa Neto (2011), os indicadores de estrutura de capital relacionam a composição de capitais próprios e de terceiros, medindo os níveis de imobilização de recursos das companhias. Nessa modalidade de indicadores, o presente estudo utilizará a participação de capital de terceiros, a garantia de capital de terceiros e a imobilização do patrimônio líquido.

A participação de capital de terceiros indica o grau de dependência de recursos externos da companhia, ao comparar os passivos circulante e não-circulante com o patrimônio líquido da mesma.

$$\frac{CT}{PL} = \frac{\text{passivocirculante} + \text{passivonãocirculante}}{(\text{patrimônio líquido})}$$

Garantia de capital de terceiros é a relação de passivo total que a companhia pode cobrir com seu patrimônio líquido, ou seja, a real garantia que pode se oferecer para futuras captações de recursos.

$$\frac{PL}{CT} = \frac{\text{patrimônio líquido}}{\text{passivocirculante} + \text{passivonãocirculante}}$$

A imobilização do patrimônio líquido informa quanto do patrimônio líquido foi investido em ativo permanente. Quanto mais elevado este indicador for, menor a quantidade de capital de giro próprio investido no giro dos negócios. (ASSAF NETO, 2012).

$$IPL = \frac{\text{ativonãocirculante}}{\text{patrimônio líquido}} \times 100$$

### 2.3.2 ÍNDICES DE LIQUIDEZ

Segundo Azevedo, Rodrigues et al. (2011), os indicadores de liquidez são capazes de medir a capacidade de a empresa cumprir com suas obrigações e assim, medir a base financeira. Para o presente estudo, serão utilizados três índices: o Índice de Liquidez Corrente (ILC), Índice de Liquidez Imediata e o Liquidez Geral.

O índice de liquidez corrente, de acordo com Correa Neto (2011), indica quanto a empresa possui de dinheiro mais bens e direitos realizáveis no próximo exercício em relação a suas obrigações no mesmo período. Este índice relaciona a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo.

$$ILC = \frac{\textit{ativocirculante}}{\textit{passivocirculante}}$$

Já o índice de liquidez imediata são os ativos financeiros disponíveis para realização dos pagamentos no curto prazo.

$$ILI = \frac{\textit{disponíveis(caixaebanco+aplicaçõesfinanceiras)}}{\textit{passivocirculante}}$$

Enquanto para medir a capacidade de pagamento da empresa no longo prazo, usa o índice de liquidez geral.

$$ILG = \frac{\textit{ativocirculante+ativonãocirculante}}{\textit{passivocirculante+passivonãocirculante}}$$

### 2.3.3 INDICADORES DE RENTABILIDADE

Segundo Matarazzo (2010), os indicadores de rentabilidade avaliam quanto renderam os capitais investidos na empresa e evidenciam o grau de desempenho econômico da companhia. No presente estudo, utilizar-se-ão para as análises os seguintes índices: o retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e a margem líquida.

O retorno sobre o ativo reflete a eficiência na geração de lucros com seus ativos disponíveis, isto é, a rentabilidade dos ativos (CORREA NETO, 2011).

$$\text{ROA} = \frac{\text{lucrolíquido}}{\text{ativototal}}$$

Já o retorno sobre o patrimônio líquido informa a rentabilidade obtida em relação ao montante investido pelos acionistas da companhia.

$$\text{ROE} = \frac{\text{lucrolíquido}}{\text{patrimônio líquido}}$$

A margem líquida é o percentual do resultado líquido gerado pelas vendas líquidas.

$$\text{Margem líquida} = \frac{\text{lucrolíquido}}{\text{vendas líquidas}}$$

#### 2.3.4 OUTROS INDICADORES

Além dos indicadores já citados, outros indicadores também são relevantes para qualquer análise de desempenho econômico-financeiro de uma companhia, como o EBITDA, capital de giro e o prazo médio do recebimento de vendas.

O EBITDA mede a potência da companhia em gerar recursos apenas pelos ativos operacionais, ou seja, desconsidera impostos e impactos financeiros. Portanto, é o lucro operacional antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações.

O capital de giro mede o recurso necessário para financiar o ciclo operacional, ou seja, é capaz de demonstrar a folga financeira da empresa. Usamos a fórmula: (Ativo Circulante - Caixa, Equivalente de Caixa e Aplicações Financeiras) – (Passivo Circulante - Empréstimos e Financiamentos e Dividendos a pagar).

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 DEFINIÇÃO DO TIPO DE PESQUISA

O presente estudo tem o objetivo de traduzir os reflexos da abertura de capital sobre o desempenho econômico e financeiro da empresa aérea Azul S.A através de um estudo de caso. Para isso utiliza a conjugação de pesquisa bibliográfica, sendo quantitativa e qualitativa, pois se desenvolve com base nos indicadores contábeis da empresa e o reflexo desses números antes

e após a oferta pública de ações. Além disso, trata-se de um estudo descritivo, visto que passa pelas etapas de observação, registro, classificação e interpretação dos fatos. Vergara (2015) descreve como:

“Pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral. Fornece instrumental analítico para qualquer outro tipo de pesquisa, mas também pode esgotar-se em si mesma. O material publicado pode ser fonte primária ou secundária. [...] O material publicado pode ser também fonte de primeira ou de segunda mão.”

“A pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.”

“Os dados também podem ser tratados de forma qualitativa, como, por exemplo, codificando-os, apresentando-os de forma mais estruturada e analisando-os.”

Por fim, será realizado um estudo de caso para obter-se conclusões acerca do problema da pesquisa tratado neste presente trabalho. Segundo, Martins (2008) é uma investigação empírica, onde o pesquisador não tem controle sobre os eventos e as variáveis, buscando aprender para descrever e interpretar a complexidade de um caso concreto.

### 3.2 DEFINIÇÃO DE HIPÓTESE DE PESQUISA

Para Gil (2011), a hipótese de pesquisa é sempre uma resposta possível ao problema proposto. Pode-se dizer que a formulação de hipóteses se torna inevitável, pois o pesquisador assume possíveis resultados para o que foi exposto em sua pesquisa.

Sendo assim, assume-se como possíveis respostas da pergunta-problema, “Indicadores econômico-financeiros são capazes de transparecer a situação real da Azul S.A após abertura de capital? ”, as seguintes hipóteses abaixo:

i. Indicadores econômico-financeiros da companhia analisada têm grandes correlações com a primeira oferta pública de ações.

ii. Não se pode dizer que indicadores econômico-financeiros têm correlações com a primeira oferta pública de ações.

### 3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE ANÁLISE DE DADOS

#### 3.3.1 INSTRUMENTO DE PESQUISA

Para a realização do presente estudo, como se trata de uma pesquisa essencialmente bibliográfica, descritiva qualitativa e quantitativa, serão utilizados livros; artigos de revistas; artigos de periódicos científicos; sítios da internet; monografias presentes em meio digital; demonstrações financeiras, relatórios da administração e relatórios de resultados trimestrais da empresa analisada. Com tais materiais será possível a realização do estudo de caso com a companhia selecionada Azul S.A entre o período de 2015 a 2018.

### 3.3.2 PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE

Visando atingir o objetivo proposto na presente investigação, serão adotados como procedimentos de análise: a verificação de demonstrativos financeiros da companhia para aferir seus indicadores econômico-financeiros de dois anteriores a abertura de capital, o ano do IPO e o ano seguinte a oferta pública de ações. Após o registro e classificação dos dados obtidos, haverá uma comparação do desempenho da empresa a fim de avaliar os reflexos da abertura de capital. Os indicadores utilizados são os de estrutura de capital, liquidez, lucratividade e rentabilidade, pois os indicadores visam relacionar subsídios afins das demonstrações contábeis da melhor forma para extrair conclusões sobre a situação da empresa (ASSAF NETO, 2012).

Nesse aspecto, o artigo tem como objeto de estudo a companhia aérea azul S.A, que passou a ter suas ações negociadas sendo listada no Novo Mercado da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (BM&FBovespa) em 11 de abril de 2017.

### 3.4 JUSTIFICATIVA

Considerando o setor aéreo brasileiro, que segundo IBGE, em 2017, contribuiu com US\$ 18,8 bilhões para o PIB nacional, ou seja, 1% de participação sob o total de US\$ 2,056 trilhões, o presente estudo tem o objetivo de verificar se os indicadores econômico-financeiros conseguem evidenciar a evolução de uma companhia brasileira após a abertura de capital.

Dentre as empresas do setor aéreo temos GOL, Azul, Latam e Avianca, sendo apenas as duas primeiras listadas em bolsa no Brasil. A GOL fez seu IPO em 2004 e a Azul fez recentemente em 2017, portanto, tomamos como empresa para análise esta última para que se possa trazer informações mais atualizadas e coincidindo com o atual momento econômico.

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

No que se refere à amostra, deve ser destacado como limitação o fato de analisar uma única empresa de um segmento específico: transporte aéreo. Talvez analisar um universo maior, no qual existem outros exemplos de outros setores com os quais poderia se obter um resultado mais assertivo. Tendo em vista que se trabalha com um único ramo e existem diversas companhias com diferentes especificações, diretrizes, histórias e características listadas na Bolsa.

No entanto, as limitações apresentadas não afetam a relevância e pertinência do estudo, uma vez que a empresa analisada, foi a única que mais recentemente realizou seu IPO, possibilitando uma análise mais atualizada.

Já em relação aos procedimentos de análise de pesquisa, existe uma restrição, visto que são feitas análises com estatística básica.

## **4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS**

### **4.1 A EMPRESA OBJETO DE ESTUDO**

A Azul S.A é a terceira maior companhia aérea em número de passageiros do Brasil, a terceira maior em número de aeronaves e a maior em número de voos domésticos e aeroportos utilizados no Brasil (ANAC, 2017). A companhia aérea detém de uma frota de 134 aeronaves, 10.000 tripulantes e cerca de 860 voos diários, além de 104 destinos servidos e 30% do total de decolagens do país, segundo site da própria companhia.

O brasileiro David Neeleman, criado nos Estados Unidos, após ser afastado da presidência da companhia JetBlue Airways, iniciou em 2008 seus planos de fundar uma nova companhia aérea no Brasil.

Ainda sem nome definido, a empresa já tinha encomendado com a Embraer 36 aeronaves. A escolha do nome foi feita pela internet, onde os internautas indicavam os nomes e então a disputa ficou entre Azul e Samba. Além disso, a escolha da cor que seria pintado a logo da companhia também foi via internet pelo público geral.

No final de 2008, a ANAC concedeu a homologação para a Azul solicitar os Honorários de Transporte<sup>2</sup>. Em 4 de dezembro iniciava as vendas de passagem aérea e dez dias depois começava as operações entre Campinas-Salvador e Campinas-Porto Alegre. Naquele ano, David Neelaman era CEO, Pedro Janot como presidente, Gianfranco Beting como diretor de marketing e John Rodgerson vice-presidente financeiro.

Para começar a operar no Brasil, a Azul contou com 200 milhões de dólares, se tornando a companhia mais capitalizada em sua fundação da história da aviação mundial. Foram encomendadas 42 aeronaves e outras 36 em opção de compra, totalizando o investimento em 3 bilhões de dólares.

Em 2011 já era nítido o crescimento da companhia, que já contava com 4.500 funcionários, 42 destinos diferentes e cerca de 14 milhões de passageiros. Em 2013, a Azul fundia com a Trip, chegando a quase 10 mil funcionários, 867 voos diários e cobrindo 103 municípios. Além disso, a Azul fazia parcerias e uma delas foi com a empresa portuguesa de transporte aéreo TAP, que passou emitir bilhetes da brasileira na Europa.

Em 2014 a Azul assinou uma carta com a EMBRAER para adquirir 50 novos jatos e nesse ano também foi eleita pela quarta vez consecutiva a melhor empresa *low cost* da América do Sul pela Skytrax World Airline Awards.

No ano seguinte, a United Airlines<sup>3</sup> adquiriu 5% de participação nas ações da Azul pelo valor de US\$ 100 milhões. Dessa junção, puderam oferecer 6 mil voos diários para 350 destinos no mundo. Em 2016, a companhia aérea brasileira comprou o direito de cerca de 40% do valor econômico da companhia aérea portuguesa TAP devido ao acordo de US\$ 450 milhões do HNA Group<sup>4</sup>, quando o grupo chinês se tornou acionista da companhia Azul em 23,7%.

Em 2017, a Azul S.A deu entrada na bolsa de valores e isso permitiu que a companhia capitalizasse recursos para investimentos. A Azul Viagens, agência operadora de turismo da Azul, cresceu 20%, enquanto a Azul Cargo, unidade de transporte de cargas da companhia bateu recorde de quase 50% no faturamento. Além disso, o programa de fidelidade TudoAzul também obteve uma marca histórica neste mesmo com o cadastro total de 8,2 milhões de membros.

---

2 HOTRAN - É o documento aprovado e emitido pela ANAC que formaliza as concessões para a exploração de linhas aéreas regulares internacionais e domésticas de passageiros e/ou carga e da rede postal pelas empresas de transporte aéreo, com os respectivos horários, números de voos, frequências, tipos de aeronaves e oferta de assentos.

3 A terceira maior companhia aérea dos Estados Unidos e do mundo em número de frota, destinos e empregados.

4 É um conglomerado chinês com sede em Haikou, Hainan, China. Fundado em 2000, está envolvido em diversos setores, incluindo aviação, imóveis, serviços financeiros, turismo, logística, entre outros.



Em 2018, a companhia completou 10 anos e alcançou uma nova marca de maior e mais abrangente malha aérea nacional, de acordo com o próprio portal de imprensa da empresa. Além disso, conta com 12 mil tripulantes e fez com que o aeroporto de Campinas se tornasse o maior centro de conexões da América Latina em destinos domésticos diretos.

#### 4.2 PROSPECTO DEFINITIVO E ESTIMATIVA DAS DESTINAÇÕES DE RECURSO

O prospecto é o documento formal e obrigatório para uma oferta pública de ações no qual visa passar aos investidores a proposta da companhia e assim tomem suas decisões. Dentre as tratativas estão os planos e perspectivas da empresa, riscos do negócio, quadro administrativo e a situação de mercado atual de interesse.

A empresa analisada neste estudo estimou que os recursos líquidos provenientes da Oferta Primária seriam em torno de R\$ 1, 65 bilhão com base no preço máximo por ação em R\$ 23,00 e serviriam para que a companhia acessasse ao mercado de capitais com o objetivo de amortizar dívidas e reforçar o capital de giro.

**Tabela 1 - Estimativa de distribuição de recursos com o IPO**

<b>Destinação</b>	<b>Valor Estimado (em R\$ milhões)</b>	<b>Percentual de alocação dos recursos líquidos obtidos na Oferta Global</b>
Amortização de dívidas.....	315	25,10%
Reforço de capital de giro.....	939	74,90%
<b>Total</b>	<b>1.254</b>	<b>100%</b>

**Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Azul (2017).**

Como evidenciado na Tabela 1, as estimativas de destinação de recursos foram para a amortização de dívidas e o reforço no capital de giro. Então, no dia 10 de fevereiro de 2017, a Azul S.A realizou IPO a R\$ 21,00 por ação e captou cerca de R\$ 1,3 bilhões com as 63 milhões de ações vendidas. Já, a oferta secundária, que são recursos integralmente destinados aos acionistas vendedores, envolveu cerca de 33 milhões de ações, com giro de R\$ 698 milhões. Incluindo oferta primária e secundária, o giro total com a operação da companhia aérea, foi de R\$ 2,02 bilhões.

#### 4.3 PROSPECTO DEFINITIVO E EFETIVA DESTINAÇÕES DE RECURSO

Após a primeira oferta pública de ações verificou-se a relação entre a destinação dos recursos obtidos com o IPO indicada no prospecto e de fato, a efetiva destinação. Para isso podemos utilizar os indicadores citados no presente estudo e comparar com a aplicação de tais recursos.

**Tabela 2 - Números que compõem o endividamento total da companhia**

<b>Endividamento (em R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Instrumentos financeiros e derivativos	241.052	209.581	6.115	(154.386)
Empréstimo e financiamento.....	4.810.945	4.034.495	3.489.887	3.706.022
<b>Total endividamento</b>	<b>5.051.997</b>	<b>4.244.076</b>	<b>3.496.002</b>	<b>3.551.636</b>

Fonte: Elaborada pelo autor conforme números publicados em balanço

Por meio da análise da Tabela 2, percebe-se que já no ano do IPO o endividamento da companhia Azul S.A reduziu consideravelmente, em torno de 18% em relação ao ano de 2016. Ao longo do ano de 2017, a companhia emitiu novas dívidas no valor de R\$ 1,6 bilhão e realizou o pré-pagamento das antigas contratações mais caras no valor de R\$ 2,2 bilhões. Com isso, reduziu a alavancagem financeira, alcançando um índice de dívida líquida ajustada sobre EBITDAR, em 31,6% de 5,7x para 3,9x e diminuindo o risco financeiro. Portanto, a empresa manteve o alinhamento com o anunciado no prospecto de abertura referente à destinação dos recursos com a linha estratégica de melhorar o perfil da dívida.

**Tabela 3 - Evolução do ativo e patrimônio líquido**

<b>Ativo Total e Patrimônio Líquido (em R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Contas a receber.....	650.408	673.275	913.797	1.069.056
Caixa e Equivalente de Caixa.....	636.505	549.164	762.319	1.169.136
Receita com transporte de passageiros..	5.575.344	5.786.809	7.399.732	8.721.332
<b>Ativo Total.....</b>	<b>7.839.164</b>	<b>8.400.409</b>	<b>10.315.985</b>	<b>11.793.206</b>
<b>Patrimônio Líquido .....</b>	<b>(392.169)</b>	<b>1.001.987</b>	<b>2.791.877</b>	<b>3.163.700</b>

Fonte: Elaborada pelo autor conforme números publicados em balanço

Já na Tabela 3, podemos perceber com nitidez o salto em cerca de R\$ 4 bilhões no grupo de contas do ativo total crescendo 50,4% no comparativo entre 2015 a 2018. Isso se deve a evolução do Contas a Receber, influenciado pelo crescimento das vendas com bilhete de transporte de passageiros, atividade-fim da empresa; do Caixa e Equivalente de Caixa; e das Aplicações Financeiras que fecharam 2017 com R\$ 1.036 milhões, ou seja, 213% em relação a 2016, ano anterior ao IPO.

Nessa mesma Tabela 3, referente ao patrimônio líquido, vemos o aumento substancial da reserva de capital em 2017 dado a oferta pública de ações com a variação positiva de 45,3% e no ano de 2018 não teve um aumento considerável. Dessa forma, pode-se entender que a companhia não encontrou boas oportunidades de negócio após o IPO e manteve a reserva de capital.

**Tabela 4 -Financiamento do Capital de Giro**

<b>Financiamento do Capital de Giro (em R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Capital de Giro.....	(2.204.721)	(1.707.317)	(93.248)	(534.996)
Imobilização do Patrimônio Líquido.....	(1.526)	648	251	261

**Fonte: Elaborada pelo autor conforme números publicados em balanço**

Segundo Assaf Neto (2012), capital de giro é a quantidade de recurso disponíveis para a empresa empregar nas operações do dia-a-dia. É notável evolução no capital de giro da Azul S.A antes mesmo do IPO em 2017, demonstrando que a companhia vinha crescendo com o ativo circulante e por ora mantendo ou reduzindo o passivo circulante. Portanto, os recursos da oferta primária de ações serviram para ampliar os investimentos e aumentar receita.

#### 4.4 ANÁLISE DOS REFLEXOS DA ABERTURA DE CAPITAL

Nas Tabelas 5, 6, 7 e 8 são apresentados índices no período compreendido entre 2015 a 2018, inclusive, para análise de estrutura de capital, liquidez, rentabilidade e outros indicadores. Segundo Iudícibus (2011), o uso dos quocientes permitiu ao analista verificar as tendências e comparar os quocientes com padrões já estabelecidos, que além de retratar o que ocorreu no passado, pode também contribuir para decisões no futuro.

**Tabela 5 - Indicadores de Estrutura de Capital**

<b>Estrutura de capital</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Garantia de Capital de Terceiros (em %)	-5	12	27	27
Participação em Capitais de Terceiros (em %) -	2.099	738	269	273

Fonte: Elaborada pelo autor conforme números publicados em balanço

A garantia de capital de terceiros compara o patrimônio líquido em relação ao capital de terceiros. Ao analisar a Tabela 5, podemos perceber uma crescente elevação desse índice antes mesmo do IPO, saindo de um percentual de -5% devido ao valor do patrimônio líquido estar negativo para 12% em 2016 e crescendo 125% quando comparamos com 2017. Em 2018, o índice se manteve em 27%, ou seja, a cada R\$ 100,00 de capital de terceiros a empresa possui R\$ 27,00 de capital próprio, evidenciando que a Azul S.A não teria condições de liquidar suas dívidas com o capital próprio, apesar da melhora do índice pós IPO.

O grau de endividamento, também chamado de índice de participação em capital de terceiros, permiti mensurar a dependência do capital de terceiros investidos na empresa. (MATARAZZO, 2010). Através da Tabela 5, podemos perceber que em 2018 a cada R\$ 100,00 de capital próprio a empresa utiliza R\$ 273,00 de capital de terceiros. Pode-se perceber também uma melhora significativa comparando a 2015, quando ainda tinha o patrimônio líquido negativo, o que quer dizer que neste ano os prejuízos acumulados foram maiores que os recursos aportados somados aos lucros acumulados dos períodos anteriores. Portanto, a Azul S.A operava apenas com capitais de terceiros, sendo considerada uma empresa de alto risco.

**Tabela 6 - Indicadores de Liquidez**

<b>Liquidez</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Liquidez Corrente	0,46	0,53	0,97	0,87
Liquidez Imediata	0,18	0,26	0,53	0,42
Liquidez Geral	0,95	1,14	1,37	1,37

Fonte: Elaborada pelo autor com números publicados em balanço

O índice de liquidez corrente demonstra a capacidade de pagamento da companhia em relação apenas ao curto prazo, conforme Marion (2012). A Tabela 6 mostra um salto de 83% entre 2016 e 2017, ressaltando que o IPO trouxe uma folga financeira para a companhia com a crescente do ativo circulante em relação ao passivo circulante. Para cada R\$ 100,00 de obrigações no curto prazo, a empresa possui R\$ 97,00 para liquidá-los, ou seja, uma relação mais confortável que nos anos anteriores.

A liquidez imediata é a capacidade de pagamento das obrigações no curto prazo refletindo apenas com as disponibilidades do ativo circulante, que dita nas palavras de Iudícibus (2011) é “este quociente representa o valor de quanto dispomos imediatamente para liquidar nossas dívidas de curto prazo”. A Tabela 6 nos informa que em 2015 as disponibilidades da Azul eram de R\$ 747 milhões, ou seja, 18% em relação ao passivo de curto prazo. Em 2017 o índice tem uma visível melhora para 0,53 representando uma variação positiva de 194% comparando a 2015. Esse aumento se deve a empresa ter finalizado o ano do IPO com saldo de Caixa, Equivalente de Caixa e Aplicação Financeira em R\$ 1,8 bilhão, portanto, entende-se que a abertura de capital favoreceu a companhia financeiramente no curto prazo.

Além da liquidez corrente e imediata podemos analisar o índice de liquidez geral, o qual revela a capacidade de pagamento do passivo total utilizando o total do ativo (ASSAF NETO, 2015). Analisando a Tabela 6, verifica-se que o destaque desse índice no período analisado é no ano de 2017, ano da primeira oferta pública, em que o índice saiu de 0,95 em 2015 para 1,37 em 2017 e manteve-se o mesmo em 2018. Isso quer dizer que para cada R\$ 100,00 do total passivo, a empresa possuía R\$ 137,00 de ativos para honrar os compromissos assumidos. Dessa forma demonstrando que o IPO impactou positivamente a situação financeira da companhia no longo prazo também.

<b>Tabela 7 - Indicadores de Rentabilidade</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Rentabilidade</b>				
ROA	- 0,14	- 0,02	0,05	0,06
ROE	2,74	- 0,13	0,18	0,22

Fonte: Elaborada pelo autor conforme números publicados em balanço

Através da Tabela 7, percebe-se que o ROA saí de negativo, devido ao prejuízo líquido dado pela empresa nos anos de 2015 e 2016 para 0,05 em 2017 e 0,06 em 2018. Sendo o ROA responsável por induzir quanto do ativo é capaz de gerar resultados (ASSAF NETO, 2012).

Já o ROE é o retorno sobre o patrimônio, ou seja, analisa o resultado financeiro em relação ao capital próprio da companhia. Na tabela 7 observa-se um alto nível em 2015 graças ao prejuízo líquido no valor de R\$ 1,07 bilhões somado ao valor negativo de capital próprio no valor de R\$ 392 milhões. Ainda em 2016, apesar de a empresa ter dado prejuízo, o patrimônio líquido já não é mais um passivo a descoberto<sup>5</sup>, por isso o índice permanece negativo. Somente

---

<sup>5</sup> Passivo a descoberto é quando a soma das obrigações com terceiros é maior que o total do ativo, ou seja, o patrimônio líquido tem o valor negativo.

em 2017, o índice aumentou para 0,18 e em 2018 para 0,22, visto que a empresa operou com lucro líquido nesses dois últimos anos analisados.

**Tabela 8 - Outros Indicadores**

<b>Outros Indicadores</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
EBITDAR (em R\$ milhões)	1.221.721	1.806.399	2.329.892	2.643.590
Lucro Líquido (em R\$ milhões)	(1.074.905)	(126.314)	516.350	703.571
Margem Líquida	- 0,17	- 0,02	0,07	0,08

**Fonte: Elaborada pelo autor com os números publicados em balanço**

No EBITDAR também é levado em consideração os custos com leasing das aeronaves, ou seja, esse índice é normalmente utilizado pelas companhias aéreas no lugar do EBITDA. Na análise da Tabela 8 pode-se perceber um crescente aumento ao longo dos anos entre 2015 e 2018 no EBITDAR com um aumento de 90% no ano do IPO comparando com o período de 2015, além de alcançar a marca de R\$ 2,6 milhões em 2018. Isso permite concluir que ocorreram variações positivas na evolução da empresa no faturamento e resultado operacional.

O lucro líquido evidenciado na Tabela 8 demonstra que a companhia saiu de dois anos em prejuízos consecutivos em 2015 e 2016 para um aumento percentual de 148% em 2017 em comparação com o ano de 2015. Essa variação foi possível visto que o IPO possibilitou ainda mais a expansão da Azul S.A em operações de tráfego aéreo entre combinações de diversas cidades brasileiras além de parcerias com companhias aéreas em outros países. Outro ponto observado para aumento do lucro líquido foi a expansão da frota para aeronaves maiores, reduzindo o custo operacional.

Ainda na Tabela 8, observa-se a evolução constante de outro indicador de rentabilidade, a Margem Líquida da companhia, que após perdas no resultado líquido em 2015 e 2016 conseguiu uma melhora no resultado nos anos de 2017 e 2018, aumentando consideravelmente tanto a receita líquida quanto o resultado dos respectivos exercícios depois do processo de abertura de capital.

#### 4.5 INTERPRETAÇÃO DE RESULTADOS

De forma breve, pode-se interpretar de forma conjunta os resultados apresentados nos itens anteriores de estrutura de capital, liquidez, rentabilidade e outros indicadores como o EBITDAR, margem líquida e lucro líquido.

A análise dos indicadores de estrutura de capital demonstrou que a empresa após a primeira oferta pública de ações diminuiu a dependência com capital de terceiros e aumentou consideravelmente o seu capital próprio. A redução da alavancagem financeira e o pré-pagamento de dívidas captadas com alto custo reduziram o volume de despesas financeiras. Logo, entende-se que a companhia está com uma maior liberdade financeira.

A abertura de capital também proporcionou o encerramento dos dois últimos anos analisados com uma posição sólida nos indicadores de liquidez da companhia devido ao fortalecimento do volume do caixa da Azul.

Com base nos indicadores de rentabilidade, percebe-se nitidamente que a companhia aérea saiu de uma posição de prejuízo nos anos de 2015 e 2016 para posições favoráveis de lucro líquido tanto no ano do IPO quanto no ano seguinte. É evidente que o aumento do capital propiciou um maior investimento da Azul como um todo para reduzir custos e operar com folga financeira.

Por fim, outros indicadores analisados como EBITDAR, Margem Líquida e Lucro Líquido esclarecem ainda mais o crescimento tanto na posição dos ativos da companhia quanto na receita. Tendo em vista que foram reduzidos os custos e aumentado a oferta de passagens através de programas de fidelidade, inclusão de novas rotas aéreas nacionais e parcerias com empresas aéreas internacionais.

## **5. CONCLUSÃO**

O estudo analisou o desempenho econômico e financeiro da Azul S.A antes e depois da abertura de capital através de indicadores econômico-financeiros apresentados nas próprias demonstrações contábeis da companhia. Além disso, utilizou o prospecto para o IPO e comparou a efetiva destinação dos recursos captados com a oferta. De forma geral, pode se perceber que após a abertura de capital os números da companhia variaram positivamente e verificou que os recursos obtidos com IPO coincidiram com o que ficou definido no prospecto. Portanto, através dos indicadores econômico-financeiros foi possível traduzir a real situação da Azul S.A comparando os números analisados nos anos antes e após o IPO.

Como esperado, a abertura de capital proporcionou uma menor dependência do capital de terceiros e potencializou a captação de recursos. Ademais, os recursos obtidos com a oferta de ações serviram para companhia adquirir imobilizados modernos e maiores, reduzindo custos e aumentando a receita líquida. Com isso, ocasionou o aumento do EBITDAR e o lucro líquido.

Apesar de alguns indicadores não apresentarem uma variação positiva impactante em relação aos anos anteriores ao IPO ou até mesmo ter caído em relação a 2018 quando comparado a 2017, podemos considerar a Azul S.A em crescimento contínuo nos últimos anos.

Em síntese, o presente estudo demonstrou que a oferta pública de ações pode ser uma boa fonte de recursos para favorecer o crescimento de empresas. Como sugestão de estudos futuros, é proposto analisar os passos operacionais e organizacional de uma companhia para abertura de capital e todos os custos atrelados a esse processo.

## 6. REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL – ANAC. **Anuário do Transporte Aéreo 2013 a 2017**, 2017. Disponível em: <<https://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/mercado-do-transporte-aereo/ultimas-publicacoes/anuario-do-transporte-aereo-2013-2017.htm>>. Acesso em 17 ago. 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro**. 10ª edição. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 13ª edição. São Paulo: Atlas, 2015.

AZEVEDO, C. D. M. et al. Os índices econômico-financeiros como instrumento de análise financeira das demonstrações contábeis da empresa Petrobrás, Brasil. **Observatorio de la Economía Latinoamericana**, n. 160, 2011.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm)>. Acesso em: 06 ago. 2019

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 17 ago. 2019



BRASIL. Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm)>. Acesso em: 06 ago. 2019

COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em:

<<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 06 ago. 2019.

COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Portal do Investidor: Porque o Seu Melhor Investimento é o Conhecimento**. Disponível em:

<[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: 09 ago. 2019.

COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Relação com Investidores: da Pequena Empresa ao Mercado de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015. Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-IBRI-CVM.pdf>>. Acesso em: 09 ago. 2019.

CORREIA NETO, Jocildo Figueredo **Excel para profissionais de finanças**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12ª edição. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010.

G1 GLOBO. **IPO da Azul sai a R\$ 21 por ação e movimentou R\$ 2 bilhões**. Disponível em <<https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/ipo-da-azul-sai-a-r-21-por-acao-e-movimentou-r-2-bilhoes.ghtml>>

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 9ª edição. São Paulo: Atlas, 2011.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2008.

MATARAZZO, Dante Carmine **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): Início de uma nova década de crescimento**. Disponível em: <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/como-abrir-o-capital-da-sua-empresa-no-brasilipo.html>>. Acesso em: 09 ago. 2019.

SOARES, Taiany Abreu. **Qual o melhor momento para abertura de capital? analisando o timing dos IPOs das empresas brasileiras de energia a partir da teoria de opções reais**. 2011.125 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada, Área de Concentração em Finanças, da Faculdade de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora, Juiz de Fora, 2011.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 11ª edição. São Paulo: Atlas, 2015.