

Juros altos mais que dobram endividamento de varejistas

Alavancagem financeira

Dados de 48 empresas de comércio e serviços de capital aberto

	Número de empresas	Dívida financeira bruta (R\$ mi)		Dívida financeira líquida ⁽²⁾ (R\$ mi)		Ebitda em 12 meses (R\$ mi)		Alavancagem financeira ⁽¹⁾⁽²⁾ (pontos)	
		3º Trim./21	3º Trim./22	3º Trim./21	3º Trim./22	3º Trim./21	3º Trim./22	3º Trim./21	3º Trim./22
■ Academias de ginástica	3	3.119,6	3.320,5	-368,1	515,3	373,1	994,4	-0,99	0,52
■ Casa e decoração	3	303,9	342,5	-492,7	-179,1	158,8	371	-3,10	-4,82
■ Cashback	2	271	109,8	-849,2	-873,3	-30,4	-148,8	N/A	N/A
■ Drogarias e distribuição de produtos de saúde	7	5.879,5	9.938,7	2.957,2	7.315,5	3.496,6	4.159,5	0,85	1,76
■ Eletrônicos/ e-commerce	5	21.591,6	31.741,9	-4.943,4	3.653,7	6.369,2	7.679,5	1,09	0,48
■ Moda	13	13.572,3	15.092,3	2.274,3	6.297,6	4.696,0	6.279,8	0,48	1,00
■ Outros	4	2.264,8	2.162,3	1.729,5	1.659,4	656,7	694,0	2,63	2,39
■ Restaurantes, lazer e entretenimento	5	3.688,2	3.621,7	1.658,0	1.889,1	-154,6	875,4	N/A	2,16
■ Super/hiper e atacarejo	6	28.814,6	39.121,5	17.572,6	28.073,9	12.859,1	13.630,5	1,37	2,06
■ Total	48	79.265,7	105.456,9	17.538,1	48.348,1	28.424,4	34.201,3	0,62	1,41

Fonte: CVM, Valor PFD e estatísticas de resultados das empresas. Elaboração Valor Data. Nota: em certos casos, os valores das dívidas bruta e líquida e do Ebitda foram ajustados. Sempre que possível, o Ebitda usado excluiu efeitos de IFRS 16. A dívida financeira bruta inclui arrendamentos (leasing) e aluguel. (1) Refere-se à dívida financeira líquida e Ebitda acumulados em 12 meses. (2) O valor negativo nas colunas de dívida financeira líquida e alavancagem financeira indica situação de caixa líquida (caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras superiores aos empréstimos, financiamentos e debêntures). N/A - não aplicável (Ebitda acumulada em 12 meses negativos).

Cenário Temor é efeito da Selic alta por mais tempo, mas ajustes já feitos podem ajudar em 2023

Juro avança e alavancagem mais que dobra em consumo e serviços

Adriana Mattos
De São Paulo

O ano de 2022 exigiu esforço maior das empresas, pelo lado operacional e financeiro, e 2023, sem sinais de retomada na demanda e com manutenção dos juros altos, deve aumentar a pressão sobre determinados negócios.

No ano passado, varejistas e empresas de serviços trataram de retomar suas vendas, mas sentiram uma deterioração relevante no endividamento. Para este ano, a projeção de taxa Selic elevada por mais tempo — após o novo governo não sinalizar claramente uma política fiscal responsável —, e a expectativa de fraca geração de caixa podem complicar o quadro de alavancagem financeira de certas atividades.

Levantamento realizado pelo **Valor Data** nos balanços de 48 empresas de comércio e serviços mostra que, enquanto a dívida financeira líquida dos grupos aumentou 176% — passando de R\$ 17,5 bilhões para R\$ 48,3 bilhões entre o terceiro trimestre de 2021 e de 2022 — a geração de caixa operacional subiu bem menos, aumentando a pressão sobre o nível de endividamento.

No mesmo intervalo, o valor do lucro antes de juros, impostos, amortização e depreciação (ebitda, da sigla em inglês) avançou num ritmo menor, em 20,3%, para R\$ 34,2 bilhões. Com isso, a relação entre dívida líquida e ebitda mais que dobrou, de 0,62 vezes para 1,41 vezes — ainda está um patamar confortável, abaixo de duas vezes, mas numa aceleração rápida num prazo curto.

É perceptível a alta desse indicador ao longo do ano — era 0,37 ao fim de 2021, pulou para 1,02 no primeiro trimestre de 2022, quando se registrou a maior aceleração trimestral, até atingir 1,41 em setembro. Para o cálculo foi usada a média ponderada, de forma que o valor total tem o peso das maiores empresas do grupo.

Já para o valor da mediana, em que todas as empresas têm o mesmo peso, a alavancagem financeira passou de 1,33 no terceiro trimestre de 2021 para 1,76 um ano depois — era 1,64 no início de 2022. Na pesquisa, a soma da dívida bruta excluiu arrendamentos e alugueis e para o ebitda acumulado foi usada a métrica ex-IFRS 16.

"Vamos ter Selic mais alta do que se previa meses atrás pelos sinais negativos do governo eleito, de aumento de gastos e ainda sem uma âncora fiscal clara. O mercado foi muito otimista nas suas estimativas [para o novo governo], e somado a isso, com a projeção de PIB crescendo menos em 2023 do que em 2022, teremos cenário de receitas também fracas", diz Joelson Sampaio, doutor em finanças corporativas e professor financeiro pela FGV, e pesquisador da FGV/IESP.

"Por conta disso, as empresas terão que montar planos de investimentos mais conservadores para



Varejistas e empresas de serviços trataram de retomar as vendas, mas sentiram deterioração no endividamento

este ano, de forma a proteger caixa, e manter uma agenda de mais reduções de custos e despesas. Ainda precisarão continuar a trocar dívidas sabendo que as condições não serão boas nesse ambiente".

Sampaio lembra que, apesar de a Selic ter um efeito positivo nas receitas financeiras, a linha de despesas financeiras cresce mais rapidamente que a linha da receita. "As empresas pagam, em suas linhas, percentuais do CDI que sempre ficam acima do rendimento que obtêm em suas receitas".

Na prática, o que as empresas veem sentindo é a dose do remédio da alta de juros para combater a inflação, que acelerou após 2021. Se por um lado inflação menor ajuda no controle dos custos dos grupos, por outro a Selic acelera suas despesas financeiras.

Desde o terceiro trimestre de 2021, a Selic, que afeta diretamente os passivos das companhias atrelados ao CDI, mais que dobrou de 6,25% para 13,75% ao ano. Dos R\$ 250 bilhões de recursos captados pelas empresas brasileiras em

geral (de todos os segmentos) em 2021, em emissões de debêntures, 76% estão atrelados ao CDI. Já em 2022, em debêntures foram R\$ 205 bilhões até setembro, alta de 25%, segundo a associação das entidades do mercado financeiro — um recorde para o período. Com o mercado fechado para ofertas de ações, essas emissões viraram um caminho para reforçar caixa e alongar o perfil da dívida.

Na pesquisa do **Valor Data**, entre os maiores aumentos na alavancagem financeira, após o terceiro trimestre de 2021, estão o varejo de bens duráveis/lojas de departamento, e em moda, e no setor de serviços, em academias de ginástica. Nesse primeiro grupo, a Le Biscuit foi um dos destaques negativos do levantamento.

Em seu relatório de resultados, a Le Biscuit diz que houve impacto "da mudança expressiva nos patamares da taxa básica de juros". Até setembro, eram R\$ 26,1 milhões de ebitda ajustado acumulado no ano, e dívida líquida somava R\$ 416 milhões. Nos últimos meses, a

rede fechou uma "reputação de suas dívidas", e negociou acordo para um novo aporte de capital dos acionistas. Serão R\$ 200 milhões, em operação a ser concluída nos próximos meses. A rede ainda diz que a alta no endividamento foi pontual, e houve efeito da queda de fluxo de clientes e do fechamento das lojas na pandemia.

No varejo de moda, outra citada no levantamento, a Guararapes, dona da Riachuelo, teve relação dívida líquida e ebitda passando de 2,2 vezes em setembro de 2021, para 2,9 vezes um ano depois.

Na visão da equipe da agência de rating Fitch, a atenção central no momento está no varejo discricionário (que depende de crédito) cuja expectativa de alavancagem para 2023 está em 2,9 vezes (acima do varejo alimentar e farmacêutico, por exemplo, em 2,6 vezes).

"Individualmente, empresas que ainda devem registrar alavancagem líquida ajustada acima ou muito próxima dos gatilhos de rebaixamento em 2023 são Americanas, C&A e Guararapes, todas em

perspectiva negativa", escreveu em relatório, em dezembro, a equipe de análise da Fitch liderada por Renato Donatti. As redes Americanas, C&A e Guararapes não comentaram a análise da Fitch.

Na Americanas, a relação entre dívida e ebitda estava em 1,7 em 12 meses, até setembro, versus taxa negativa em uma vez um ano antes — ou seja, antes registrava caixa líquida.

Dentro desse cenário de Selic alta por mais tempo e crescimento em vendas pressionado em 2023 por um cenário "macro" difícil, a equipe de análise do BB Investimentos rebaixou, em dezembro, os preços alvos de Americanas, Via e Magazine Luiza, cadeias mais dependentes de venda a prazo.

Georgina Jorge, analista do BB Investimentos disse, em relatório em dezembro, que "há elevação das estimativas relacionadas às despesas financeiras [das redes], o que implica na redução de lucro líquido, já impactado pela menor perspectiva de alavancagem operacional por conta das vendas em ritmo mais lento".

Em geral, quando juros sobem, em vez de os resultados irem para o bolso do acionista, ou para investimentos, vão para pagar credores. A boa notícia é que, ao se analisar as companhias com boa classificação de risco e maior liquidez, dizem as agências de rating, grupos com esse perfil têm condições de arcar com suas dívidas. E empresas que buscarem negociar condições de dívida ao longo do ano e fizerem trabalho de melhoria do ebitda, focando em novas revisões de custos e rentabilidade, saem mais preparadas desse processo.

Além disso, o processo de ajuste de estoques ao longo de 2022, que reduziu consumo de caixa, também pode ser um aspecto positivo nessa conta. "O capital de giro, que tem prejudicado o fluxo de caixa dessas companhias [de varejo], deve melhorar ligeiramente, à medida que ajustam seus estoques para um ambiente de consumo mais restrito", afirma Donatti.

Outro dado do levantamento do **Valor Data** mostra que, apesar das projeções em vendas para 2023 mais pessimistas, houve resiliência dos negócios em 2022, mesmo num ambiente complexo.

A receita líquida das 48 empresas cresceu 19%, para quase R\$ 118 bilhões, versus um ano atrás, sinal de que empresas colheram alguma recuperação de demanda.

Segundo a Fitch, apesar dos desafios de demanda do próximo ano, "a maioria das varejistas classificadas publicamente [pela agência] deve conseguir passar 2023 sem deteriorar significativamente os seus perfis de crédito, dado os generosos níveis de alavancagem e os adequados perfis de liquidez, com baixos riscos de refinanciamento". O intervalo da pesquisa considera um período em que, historicamente, há menor geração de caixa, montante que tende a subir no quarto trimestre.

Equilíbrio entre juro e geração de caixa

De São Paulo

Setores de comércio e de serviços têm diferentes complexidades, por isso, os efeitos da piora do ambiente econômico em 2023 e da pressão dos juros diferem entre eles. A exposição das empresas à taxa Selic e à capacidade de geração de caixa também as afetam de forma individual.

Levantamento do **Valor Data**, com 48 empresas, mostra que restaurantes, bares e grupos de entretenimento — que passaram por uma fase de renegociação de dívidas após o auge da pandemia — tiveram uma melhora nos indicado-

res de endividamento, depois do pior registrado em 2021. O índice chegou a dez vezes, na relação entre dívida e lucro antes de juros, impostos, amortização e depreciação (ebitda), e caiu para 2,16 vezes entre o final de 2021 e o terceiro trimestre de 2022.

Há, portanto, um recuo, mas ainda é um número elevado considerando o verificado em todos os setores analisados — em 1,41, na média ponderada. Foram analisados cinco grupos do setor.

No negócio de supermercados, hipermercados e atacado, a alavancagem não chegou a atingir o mesmo ritmo de crescimento verti-

ficado na média geral, em parte, pelo fato de ser um mercado altamente gerador de caixa, especialmente o atacarejo, o que reduz a pressão no indicador. Nesses negócios, a taxa passou de 1,37 vezes para 2,06, de julho a setembro de 2022 frente ao mesmo intervalo de 2021. Seis redes participaram do levantamento.

O levantamento considerou 48 sociedades anônimas que publicam seus dados (foram analisados os balanços trimestralmente). A dívida bruta excluiu arrendamentos e alugueis. Para o ebitda acumulado foi usada a métrica ex-IFRS 16. (AM)

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

Seção: Empresas **Caderno:** B **Página:** 1