



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Departamento de Administração

MATEUS SAKAI ARATANI

**MODELO DINÂMICO: APLICAÇÃO EM COMPANHIAS DE  
TRANSPORTE AÉREO**

Brasília – DF  
2019

MATEUS SAKAI ARATANI

**MODELO DINÂMICO: APLICAÇÃO EM COMPANHIAS DE  
TRANSPORTE AÉREO**

Projeto de monografia apresentado ao Departamento de Administração como  
requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Doutor, Carlos Henrique Marques da Rocha

Brasília – DF

2019

A663m Aratani, Mateus Sakai  
Modelo Dinâmico: Aplicação em companhias de transporte  
aéreo / Mateus Sakai Aratani; orientador Carlos Henrique  
Marques da Rocha. -- Brasília, 2019.  
38 p.

Monografia (Graduação - Administração) -- Universidade de  
Brasília, 2019.

1. Modelo Fleuriet. 2. Modelo Dinâmico. 3. Companhias  
Aéreas. 4. Índice Dinâmico. 5. Efeito Tesoura. I. Rocha,  
Carlos Henrique Marques da, orient. II. Título.

MATEUS SAKAI ARATANI

**MODELO DINÂMICO: APLICAÇÃO EM COMPANHIAS DE  
TRANSPORTE AÉREO**

A comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do  
Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno.

Mateus Sakai Aratani

Doutor, Carlos Henrique Marques da Rocha  
Professor-Orientador

Doutor, Hugo Alves Silva  
Ribeiro  
Professor-Examinador

Mestre, Nathane Eva Santos  
Professor-Examinador

Brasília, 05 de julho de 2019

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais e irmãos, pelo apoio, compreensão e suporte diante das dificuldades enfrentadas durante o período da graduação.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Carlos Henrique Rocha, pelos ensinamentos, paciência e apoio ao longo da elaboração deste trabalho.

Aos meus amigos e a todos que contribuíram de maneira direta e indireta para a minha formação ao longo desses anos.

## RESUMO

Este trabalho teve por objetivo averiguar a saúde financeira das quatro principais companhias aéreas brasileiras - GOL, TAM, AZUL e AVIANCA - entre o período de 2014 a 2018 por meio da utilização do modelo Fleuriet. O modelo Fleuriet permite identificar a situação de liquidez e o risco de curto prazo das empresas considerando a dinamicidade do comportamento das contas circulares e de como é financiado o capital de giro por meio da relação entre os seus indicadores. A aplicação do modelo dinâmico traz vantagens ao analisar as demonstrações financeiras com a ótica de continuidade das organizações, em comparação ao modelo tradicional que apresenta uma visão estática das organizações. A pesquisa constituiu-se de uma revisão bibliográfica sobre o modelo Fleuriet, as estratégias competitivas de Porter e a análise das demonstrações contábeis das companhias aéreas após sua reclassificação para o modelo Fleuriet. Os resultados obtidos das empresas analisadas demonstram que as companhias do setor aéreo, na maior parte dos casos, não possuem uma saúde financeira satisfatória, foi identificado o efeito tesoura em três companhias – GOL, AZUL e AVIANCA - no período analisado. Os resultados obtidos mediante a utilização do modelo Dinâmico são uma ferramenta complementar que auxilia o gestor a identificar a saúde financeira e a liquidez de curto prazo das organizações.

Palavras Chave: Modelo Fleuriet. Modelo Dinâmico. Companhias Aéreas. Índice Dinâmico. Efeito Tesoura.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - Efeito Tesoura .....	24
FIGURA 2 - CDG, NCG e ST das companhias aéreas – GOL, TAM, AZUL e.....	32
AVIANCA	

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Estrutura do Balanço no modelo dinâmico .....	19
TABELA 2 - Quadro Comparativo de Indicadores (Jan. 01 – Dez. 03) .....	28
TABELA 3 - Indicadores .....	29
TABELA 4 - Índice de Liquidez – ILD e ILC.....	33



## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Tipos de estrutura e situação financeira.....	25
QUADRO 2 - Estratégias Genéricas .....	27
QUADRO 3 - Estratégia genérica adotada pelas principais companhias aéreas.....	29
QUADRO 4 - Modelo Dinâmico das Companhias aéreas .....	30

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	10
2	OVERVIEW DAS COMPANHIAS AÉREAS .....	11
2.1	TAM .....	11
2.2	GOL .....	13
2.3	AZUL .....	15
2.4	AVIANCA .....	16
3	REFERENCIAL TEÓRICO .....	18
3.1	Modelo Fleuriet .....	18
3.1.1	O Balanço Patrimonial no modelo Fleuriet .....	19
3.1.2	Principais Indicadores que compõem o modelo .....	20
3.1.2.1	Necessidade de capital de giro (NCG) .....	20
3.1.2.2	Capital de Giro (CDG) .....	21
3.1.2.3	Saldo de tesouraria (ST) .....	22
3.1.2.4	Efeito Tesoura .....	24
3.1.2.5	Índice de Liquidez do Modelo Dinâmico .....	25
3.1.2.6	Estrutura e situação financeira .....	25
3.2	Estratégias Competitivas .....	26
4	ANÁLISE DE RESULTADOS .....	29
4.1	Resultados gerais .....	29
4.2	Efeito tesoura .....	32
4.3	Índice de liquidez .....	32
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....	34
	REFERÊNCIAS .....	36

## 1. INTRODUÇÃO

A crescente complexidade dos negócios nas últimas décadas ensejou em profundas mudanças no processo de gestão das organizações. No atual cenário do mundo de negócios apenas o conhecimento restrito de instrumentos financeiros tradicionais é insuficiente para a gestão empresarial. Nesse contexto, a inserção de métodos complementares de avaliação, fortalecerá o processo decisório nos diferentes níveis organizacionais. Nesse âmbito, as decisões estratégicas são tomadas com base em dados e informações viabilizadas pela contabilidade, levantadas a partir do comportamento do mercado e do desempenho da companhia (ASSAF NETO, 2014). Assim, como forma de auxiliar os tomadores de decisão, surgiram métodos de análise adequados a realidade brasileira. Ainda, de acordo com Assaf Neto (2014), o processo de tomada de decisões vem assumindo complexidades e riscos cada vez mais elevados, em especial, no contexto brasileiro. Alterações nas regras de mercado que engendram em desajustes econômicos, uma quase ausência de poupança de longo prazo, desequilíbrios nas taxas de juros e de inflação, entre outras particularidades, exigem uma maior capacidade dos tomadores de decisão e uma necessidade cada vez maior de especialização e atualização por parte dos gestores. Conceitos financeiros empregados em outros países de maneira satisfatória costumam apresentar dificuldades e, por esse motivo, necessitam de ajustes para a realidade brasileira - nem sempre seguidos pelo mercado.

O presente trabalho tem como objetivo fazer uma revisão de literatura e a aplicação do Modelo Fleuriet - modelo de análise econômica e contábil que relaciona a gestão do capital de giro com dados da saúde financeira da organização – nas quatro principais companhias aéreas brasileiras (TAM, GOL, AZUL e Avianca), no período compreendido entre 2014 e 2018. A escolha deste setor deveu-se pela sua importância na economia brasileira e, especialmente, pelo fato de como as empresas deste setor terem conseguido se recuperar e se reestruturar após a crise de 2008 – decorrentes da crise do *subprime* – e da última crise econômica brasileira (2014-2018).

Os dados da estrutura de capital das companhias foram obtidos a partir das demonstrações contábeis do quarto trimestre de cada ano analisado, exceto 2018 em que foram utilizados dados do 3º trimestre, disponibilizadas no site da Agência

Nacional de Aviação Civil – ANAC - (<https://www.anac.gov.br/>), no qual foram selecionadas quatro companhias: TAM, GOL, AZUL e AVIANCA.

O trabalho está organizado em cinco capítulos. No primeiro capítulo foi realizada uma introdução do assunto abordado. No segundo, foi descrita o overview das companhias, sua história e particularidades. No terceiro, uma revisão da literatura focada no Modelo Fleuriet e das estratégias competitivas de Porter. Por fim, no quarto capítulo, uma análise da estrutura da saúde financeira das companhias aéreas sobre a ótica do Modelo Fleuriet, a partir da reestruturação do balanço de pagamentos. Ao final, algumas ponderações finais.

## **2. OVERVIEW DAS COMPANHIAS AÉREAS**

### **2.1 TAM**

Para LOMBARDI (2007), no processo de formação da TAM é possível identificar três períodos principais: a fase de criação; a etapa de expansão regional e a consolidação da marca; e o período de expansão internacional.

Em 1975 o governo observou que as companhias aéreas estavam focando em rotas com maior viabilidade econômica e negligenciando as rotas regionais. Nesse âmbito, para evitar que as cidades do interior ficassem sem serviço o governo brasileiro criou Sistema Integrado de Transporte Aéreo Brasileiro (SITAR) com a finalidade de desenvolver a aviação regional, de acordo com o programa cada região seria atendida por uma companhia aérea. Nesse contexto, a TAM regional foi criada em 1976 por Rolim em conjunto com a Vasp para servir os estados de São Paulo, Mato Grosso (região sul) e Paraná (região norte). Em 1979 o comandante Rolim assume o controle acionário da companhia e na década seguinte inicia-se um período de consolidação e crescimento da organização.

No ano de 1986 a TAM Regional passa a ser denominada de Brasil Central Linha aérea Regional – BR Central – após a aquisição da Votec, a empresa expande suas operações para as regiões norte e centro oeste do Brasil. Em 1989, a TAM adota a estratégia competitiva de enfoque na diferenciação objetivando ser reconhecida como sinônimo de qualidade e bom atendimento ao cliente, a empresa cria o slogan o tapete vermelho “*the magic red carpet*” como um símbolo dessa iniciativa.

No ano 1993, a TAM lança o TAM fidelidade, o primeiro programa de fidelidade de uma companhia aérea na América Latina. Em 1996, a companhia entra no mercado internacional com a criação da Tam Mercosur, após a aquisição de 80% da companhia paraguaia LAPSA. Além disso, após obter a concessão do Aeroporto Internacional de Guarulhos a BR Central passou a se chamar Tam Meridional, passando a fornecer voos diretos entre as principais capitais brasileiras e, a posteriori, para destinos internacionais. No ano de 2000 a TAM Regional, TAM Meridional e TAM Express são integradas pela TAM Linhas Aéreas. Em 2001 o comandante Rolim falece em um acidente de helicóptero, no mesmo ano ocorre os acontecimentos de 11 de setembro que afetam a aviação mundial ensejando em um período de retração para o setor. No ano de 2003 a companhia anuncia uma operação de voos Code-Share cooperativos com a Varig, primeiro passo para a futura fusão. No entanto, a fusão não ocorreu e houve uma migração dos passageiros da Varig para a TAM. Assim, a TAM ultrapassa a Varig e assume a liderança do mercado nacional ao fim de 2003 e da América Latina em 2006. No ano de 2010 a TAM entra para a Star Alliance – aliança global de companhias aéreas - formada pelas principais companhias aéreas do mundo. Recentemente, em 2012 ocorre o processo fusão entre o grupo chileno LAN Airlines e a TAM formando a LATAM Airlines, a maior companhia aérea da América Latina em malha aérea abrangendo 150 destinos em 22 localidades (AVIAÇÃO COMERCIAL, 2019).

O contexto operacional da TAM, no exercício do terceiro trimestre de 2018, obtidos no site da ANAC evidencia as seguintes informações operacionais:

A TAM Linhas Aéreas S.A. (“TLA” ou “Companhia”), é uma subsidiária integral da TAM S.A., que por sua vez integra a LATAM Airlines Group S.A. (“Grupo” ou “LATAM”), um dos maiores grupos de companhias aéreas do mundo em malha aérea o qual oferece serviços de transporte de passageiros e de transporte de cargas. As demonstrações financeiras intermediárias consolidadas da TLA abrangem a Companhia e suas subsidiárias. As ações da LATAM são negociadas nas bolsas de Santiago do Chile e de Nova York, nesta última, na forma de ADRs, sob o *ticker* LTM. As ações da LATAM compõem o Índice Dow Jones de Sustentabilidade da bolsa de Nova York (“NYSE”). A Companhia, em conformidade com a concessão da Agência Nacional de Aviação Civil (“ANAC”), opera principalmente linhas regulares de transporte aéreo de passageiros e cargas no território brasileiro e em âmbito internacional, e tem por objeto social ainda:

- explorar atividades complementares de serviços de transporte aéreo por frete de passageiros, cargas e malas postais;
- prestar serviços de manutenção, reparação de aeronaves próprias ou de terceiros, motores, partes e peças;
- hangaragem de aviões;
- atendimento de pátio e pista, abastecimento de comissaria de bordo e

limpeza de aeronaves;

- prestar serviços de engenharia, assistência técnica e demais atividades relacionadas à indústria aeronáutica;
- realizar instrução e treinamento, relacionados às atividades aeronáuticas;
- compra e venda de peças, acessórios e equipamentos aeronáuticos;
- desenvolvimento e execução de outras atividades conexas, correlatas ou complementares ao transporte aéreo; e
- importação e exportação de óleo lubrificante acabado.

A TLA é registrada e domiciliada no Brasil e sua sede está na Rua Verbo Divino, 2001, 17º andar, na Cidade de São Paulo, no Estado de São Paulo. (ANAC, 2019).

## 2.2 GOL

A companhia aérea GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. foi criada pelo Grupo Áurea, o maior grupo empresarial de transporte viários do país, como um projeto de seus controladores de modo que sua proposta de valor refletia os aspectos do grupo, principalmente em relação à gestão de custos (VASTO, 2016).

A Gol inicia suas operações em janeiro de 2001 com a proposta de atuar no mercado de aviação utilizando o modelo LLC (*Low Cost Carrier*), uma estratégia de Liderança no Custo Total focando em baixa tarifas e baixos custos (*low cost, low fare*), após receber a autorização do Departamento de Aviação Civil (DAC) para atuar como uma companhia aérea regular. As operações iniciaram com apenas 6 aeronaves, 5% da participação nacional, e a intenção de gerar demanda em um público não atendido tradicionalmente pelo mercado de transporte aéreo - o passageiro sensível ao preço – tornando viável a uma fatia populacional (classe B e C) que faziam uso de outras modalidades de transporte (SCHMITT, 2005).

Contudo, ao se analisar a evolução da participação da GOL no mercado aéreo através dos dados obtidos pela DAC, verificou-se que antes de 2001 o mercado aéreo era dividido entre TAM, VASP, VARIG e Transbrasil. Enquanto em 2005, após a falência da VASP e Transbrasil, o mercado estava partilhado entre a VARIG e GOL, na faixa de 30% cada, e TAM com aproximadamente 40% do mercado. Assim, nos primeiros anos de sua criação, conclui-se que não houve uma geração de demanda substancial por parte da Gol, mas uma transferência de usuários da Transbrasil e VASP para a Gol, em menor escala da VASP e TAM. (BINDER, 2006)

Um ano após sua fundação a companhia criada por Constantino triplicou de tamanho, dobrando no ano seguinte. Em 2004, abriu o capital na bolsa de valores. Em 2005, começou a voar para os países vizinhos. Em 2006 conquistou 37% do

mercado local e anunciou em março a compra por 320 milhões de dólares, da Varig, empresa que detinha o controle de 40% do mercado doméstico e 80% das rotas internacionais quando a GOL começou. (EXAME, 2007). No ano de 2007 ocorre a aquisição da VRG Linhas Aéreas e é criado o Smiles, um programa de fidelização por milhagens. Em julho de 2015 a Gol modificou sua identidade visual, a primeira desde sua fundação. Hodiernamente, a GOL é a maior companhia aérea brasileira em participação. (AVIAÇÃO COMERCIAL, 2019).

Ressalta-se que a partir da criação do programa de fidelização Smiles em 2007, a companhia iniciou a mudança da sua estratégia competitiva ao adotar estratégia de diferenciação, com foco no atendimento de alta qualidade – especialmente em relação ao tempo (MUNDO DO MARKETING, 2015).

Além disso, tendo como base as Notas Explicativas publicadas pela GOL, referentes ao exercício de 2018, disponibilizadas no site da ANAC, o contexto operacional da companhia:

A GOL Linhas Aéreas S.A. (“Companhia” ou “GLA”) é subsidiária integral da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“GLAI”) e explora essencialmente: (i) os serviços de transporte aéreo regular e não regular de âmbito nacional e internacional de passageiros, cargas ou malas postais, na conformidade das concessões das autoridades competentes; e (ii) atividades complementares de serviço de transporte aéreo previstas em seu Estatuto Social.

A sede oficial da Companhia está localizada na Pça. Senador Salgado Filho, s/n, Sala de Gerência – *Back Office*, área pública, eixos 46-48/O-P, Rio de Janeiro, Brasil.

Os negócios da Companhia são altamente sensíveis às condições econômicas incluindo a volatilidade do dólar, dado que grande parte de seus custos são denominados em moeda norte-americana (aproximadamente 50%). A Companhia vem fortalecendo sua liquidez, sua margem operacional e a capacidade de responder de forma eficaz aos eventos adversos provocados pela instabilidade do cenário econômico brasileiro. A atuação diligente para ajustar o tamanho da frota ao crescimento econômico, a equiparação da oferta de assentos com a demanda são algumas ações constantes, realizadas para a manutenção de altas taxas de ocupação e maximização da receita por assento quilômetro. A Companhia continua sua estratégia sólida de iniciativas para melhorar o resultado operacional tais como a readequação da malha aérea e o aumento de produtividade por aeronaves da frota. Destacam-se ainda, iniciativas de diminuição de custos com uso intensivo de tecnologia, aumento de liquidez e readequação da estrutura de capital.

Dando sequência ao seu plano de capitalização, a Companhia iniciou, ao final de dezembro de 2017, a execução de iniciativas que envolvem a reestruturação de seu balanço, consistindo na redução do custo financeiro de sua estrutura de dívida. O resultado da oferta realizada em 11 de dezembro de 2017 com a captação de recursos no montante de US\$500 milhões e da oferta adicional realizada em 2 de fevereiro de 2018 com a captação de US\$150 milhões realizados com taxas mais atrativas, foram parcialmente destinados à amortização de dívidas mais onerosas da Companhia e representam uma redução significativa do custo financeiro a partir de 2018. Outras ações estão previstas para serem executadas pela Companhia ao longo de 2018, fortalecendo seu compromisso de promover

redução do custo financeiro, a fim de solidificar sua estratégia de alta liquidez.

Destaca-se que, mesmo em um cenário com perspectivas de melhora, a Companhia não descarta incertezas no cenário político e econômico no Brasil que podem impactar diretamente na expectativa da eficácia do retorno esperado. (ANAC, 2019).

## 2.3 AZUL

O setor de aéreo brasileiro apresentava por algum tempo uma estrutura de mercado duopolista, apenas dois grandes competidores. Contudo, esta situação econômica, na qual duas companhias detinham 85% do mercado – GOL e TAM – restando 15% para as demais companhias, começou a mudar com a criação da Azul (VALENT et. al 2014)

A companhia foi fundada em 2008 por David Neeleman, mesmo fundador da JetBlue, tendo como foco a aviação regional, ao contrário das outras grandes companhias, aonde opera mercados com baixa concorrência e margens menos apertadas. Além disso, pelo fato da companhia não estar focada somente em aumento da participação do mercado pode se concentrar em rotas e slots mais rentáveis, como as fornecidas pelo aeroporto de Viracopos.

A empresa atuava com a finalidade de estimular passageiros em potencial, focando no público que viajavam em ônibus interestaduais e não faziam uso do serviço de aviação por não disporem de alternativas convenientes de transporte. Nesse sentido, a “Azul Linhas Aéreas” começou operando com a política *low-cost, low fare* (baixo custo, baixa tarifa) (Valent et. al 2014).

Hodiernamente, a Azul é a maior companhia aérea do Brasil em quantidade de cidades atendidas e a terceira maior em participação de mercado. Conta com a maior malha aérea do país abrangendo mais de 100 destinos com 792 decolagens diárias. Além disso, foi eleita a melhor empresa aérea regional da América do Sul pelo oitavo ano consecutivo pela Skytrax e companhia mais pontual do Brasil e da América do Sul, segundo a Flight Stats, líder mundial em informações de voo em tempo real (AZUL, 2019).

A partir das Notas Explicativas publicadas pela AZUL, referentes ao exercício do terceiro trimestre de 2018, disponibilizadas no site da ANAC, o contexto operacional da empresa:



A Azul Linhas Aéreas Brasileiras S.A. (“ALAB”) [...] tem por objeto social a exploração de serviços de transporte aéreo regular de passageiro e/ou cargas e as atividades complementares de transporte aéreo por frete de passageiros, cargas e/ou mala postal, de táxi aéreo, de manutenção e reparos em aeronaves, motores, partes componentes e peças, serviços de hangaragem, atendimento de rampa, limpeza de aeronaves e abastecimento de material de comissária de bordo.

A ALAB e suas controladas são em conjunto, chamadas de “Companhia”.

[...] Em 19 de outubro de 2017, a Azul Investments LLP, uma subsidiária da Companhia, precificou uma oferta no exterior no valor total do principal de US\$400 milhões de Senior Notes com vencimento em 2024 e com um cupom de 5,875% por ano (“Notes”). Essa transação faz parte da estratégia de gestão do passivo da Companhia, e os recursos serão utilizados para refinanciamento de dívidas e para fins corporativos gerais.

Em 14 de dezembro de 2017, o montante total referente às Senior Notes foi trocado de Dólares para Reais por meio de instrumentos financeiros Swap e Opções de câmbio para proteger despesas de juros e Opções de câmbio para proteger o montante principal contra flutuações cambiais até uma taxa de câmbio de R\$4,7500 por US\$1,00.

#### **Parceiro estratégico**

Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (Serviço Postal do Brasil)

Em 20 de dezembro de 2017, a Companhia e Correios assinaram um memorando de entendimento para a criação de uma empresa privada de soluções de logística integrada. A Azul terá uma participação de 50,01% da nova empresa e os Correios os 49,9% restantes.

Com apenas a demanda já atendida pela Companhia e pelos Correios, a nova empresa espera movimentar aproximadamente 100 mil toneladas de carga por ano. Ambas as empresas esperam que a nova companhia gere economia de custos, eficiência operacional e lucro, melhorando a oferta de serviços ao consumidor.

O memorando de entendimentos foi submetido para aprovação pelas autoridades brasileiras e órgãos governamentais, incluindo o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – “CADE”. Somente após as aprovações necessárias, a nova empresa será estabelecida e suas atividades serão iniciadas. (ANAC, 2019)

## **2.4 AVIANCA**

A Avianca Brasil, criada em 1998 pelo grupo Synergy Group, até o ano de 2010 era denominada de Ocean Air Linhas Aéreas S/A quando houve a mudança da marca Ocean Air Linhas Aéreas para Avianca e anuncia a compra de novas aeronaves do modelo Airbus A-319, visando no futuro substituir os antigos Fokker-100, conhecidos como MK-28 (O GLOBO, 2010).

Além disto, assim como a LATAM, a Avianca não é conhecida por adotar políticas de *low fare, low cost* (baixa tarifa e baixo custo), mas por priorizar o conforto, pontualidade, modernidade da frota e serviços de bordos e entretenimento diferenciados (BONELI e ROSA, 2016).

Em 2012 a Avianca foi a companhia aérea que mais cresceu no mercado nacional, consolidando-se como quarta maior companhia aérea no Brasil. Em abril de 2014 a

Avianca Brasil adotou a nova identidade visual da Avianca (AVIAÇÃO COMERCIAL, 2019).

No ano de 2018 o processo de expansão da Avianca é freado, após empresas entrarem na justiça contra a companhia pelo não pagamento do aluguel das aeronaves. O aprofundamento da crise financeira da Avianca enseja na sua recuperação judicial. (AVIAÇÃO COMERCIAL, 2019).

A partir das Notas Explicativas publicadas pela AVIANCA, referentes ao exercício do terceiro trimestre de 2018, disponibilizadas no site da ANAC, o contexto operacional da organização:

A OceanAir Linhas Aéreas S.A. (“Companhia”) foi constituída em 4 de junho de 1998, tendo como atividade principal o transporte aéreo de passageiros e cargas.

A Companhia está domiciliada na capital em São Paulo, e possui sede na Avenida Washington Luiz, 7.059 - Bairro Campo Belo.

Em 26 de abril de 2010, a Companhia adotou o nome fantasia “Avianca”, mediante a um acordo não oneroso de licenciamento de uso da marca com a Avianca Holdings na Colômbia.

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2017, a Companhia deu início ao seu processo de expansão internacional, oferecendo voos diários à Miami, Santiago e Nova Iorque, além das novas rotas à Bogotá partindo de Salvador e Recife.

[...] No ano de 2017, a Companhia apurou resultado positivo nas operações domésticas e prejuízo nas operações internacionais decorrentes das novas rotas que se iniciaram no decorrer do exercício, impactado principalmente pelos custos pré-operacionais e baixo load factor. Durante o trimestre findo em 30 de setembro de 2018, as operações domésticas da Companhia mantiveram em linha com o planejamento financeiro da Administração, e as operações internacionais já apresentaram resultados sem efeito de custos pré-operacionais, com isso a Companhia já começa gerar resultados melhores do que os apresentados no encerramento do exercício de 2017.

Em 30 de setembro de 2018, o passivo circulante supera o ativo circulante em R\$ 1.877.718 (R\$ 986.288 em 31 de dezembro de 2017). Os planos da Administração para reverter esse cenário são:

#### **Planos de negócios**

A Companhia vem cumprindo a expectativa de aumento nas receitas, entretanto, ainda não foi suficiente para produzir resultados positivos em decorrência de mudanças relevantes no mercado, resultantes de aumento de custo no preço do combustível e, principalmente, variação cambial, que além de influenciar no preço do barril de petróleo, traz grandes impactos nas despesas com os arrendamentos operacionais das aeronaves.

Durante o período foram arrendadas 5 (cinco) aeronaves, sendo 1 (uma) modelo A330 e 4 (quatro) modelo A320 NEO e foi devolvida 2 (duas) do modelo A318, que encerraram suas operações em 2016.

Com base em seus planos de negócio, a Companhia prossegue com as estratégias, que abrangem:

- Aumento e modernização da frota com aeronaves do modelo Airbus A320 NEO;
- Reforço na estrutura de capital;
- Abertura de sucursais no exterior;
- Percepção reconhecida de marca focada em qualidade de serviços;

- Forte estrutura de controle de gastos; e
- Ampliação de frequências e expansão da malha aérea.

A Companhia tem como objetivo, para os próximos exercícios, a ampliação do acesso ao mercado financeiro e de capitais com melhora no perfil de seu endividamento através de extensão de prazos e redução no custo de captação de modo a auferir lucros futuros.

Além das medidas mencionadas, a Companhia conta, se necessário for, com o apoio financeiro do acionista controlador.

Em 27 de outubro de 2017, foi deferido, em caráter liminar, ou seja, provisório, arresto de parte das ações da Oceanair Linhas Aéreas S/A, correspondente a 207.475.519 ações.

O arresto foi concedido em sede de Agravo de Instrumento interposto em Incidente, em que consta no polo passivo, José Efromovich, que já recorreu da referida decisão por ser estranho à relação de crédito perseguido pela Chubb Seguros Brasil S/A e Fator Seguradora S/A. (ANAC, 2019).

### **3. REFERENCIAL TEÓRICO**

#### **3.1 Modelo Fleuriet**

O Modelo Fleuriet – modelo dinâmico - foi introduzido no Brasil na década de 70 pelo professor Michel Fleuriet (FLEURIET; KEHD; BLANC, 2003) em parceria com a Fundação Dom Cabral (FDC) para fornecer aos Stakeholders uma ferramenta de análise adequada à realidade brasileira. A análise de liquidez é essencial para averiguar a saúde financeira de uma empresa, todavia a interpretação com base nos indicadores operacionais tradicionais fornece informações inconclusivas acerca da evolução da posição financeira da empresa, omitindo principalmente a necessidade de capital de giro. Assim, a partir de avaliação analítica da posição financeira da empresa, mediante uma distinção dos ativos e passivos em itens operacionais ou financeiros, é possível adequar o volume de investimento operacional alocado no capital de giro em relação à saúde financeira da empresa (ASSAF NETO & SILVA, 2011). A partir do gerenciamento do capital de giro, o processo decisório dos gestores visa à perpetuidade das operações da organização no curto prazo ao manter a liquidez e solvência em níveis adequados. Em conformidade com Fioravanti (1999) os conceitos de liquidez empregados na análise contábil tradicional denotam uma visão estática da organização. Segundo Fleuriet et al. (2003):

Anteriormente ao Modelo, muitas análises consideravam apenas o aspecto da solvência, medidas pelos indicadores de liquidez (seca, corrente e geral), extraídos do Balanço Patrimonial. O Modelo propôs que esta análise fosse feita

através de uma base dinâmica, utilizando-se de um enfoque Dinâmico da contabilidade, onde se destaca os aspectos financeiros de liquidez, privilegiando assim, as análises dos equilíbrios dos fluxos monetários.

Fleuriet e Zeidan (2015) ressaltam que a classificação estática do balanço de pagamentos ignora a natureza cíclica das contas circulantes envolvidas no ciclo financeiro de uma empresa. Além disto, somente os indicadores de liquidez tradicionais seriam insuficientes para gerar informações da necessidade de capital de giro.

O Modelo Dinâmico inverte a lógica do conceito de capital de giro (CDG), que passa a ser uma fonte de financiamento de longo prazo para a necessidade de capital de giro (NCG). Ele evidencia a necessidade de capital de giro como uma obrigação de financiamento permanente ligado às operações da firma. Então, o saldo de tesouraria (T) é utilizado como um tipo de termômetro para medir o risco de liquidez da companhia. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 15)

### 3.1.1 O Balanço Patrimonial no modelo Fleuriet

Em conformidade com Vieira (2008), baseando-se no conceito da dinâmica dos Ciclos Financeiros de uma empresa, as contas operacionais e financeiras – de curto e longo prazo – se segmentam em contas: erráticas, cíclicas e permanentes, sendo o ativo e os passivos não circulantes categorizadas em contas não cíclicas. Desta forma, os principais grupos de contas contábeis ao serem reclassificadas são definidas por Fleuriet *et al.* (2003) em: permanente ou não cíclico; contínuo ou cíclico; errático ou descontínuo.

A tabela 1 explicita o processo de reclassificação das contas do balanço patrimonial consoante à análise do capital de giro:

**Tabela 1 – Estrutura do Balanço no modelo dinâmico**

	<b>Ativo</b>		<b>Passivo</b>	
Contas Erráticas	Ativo Circulante Financeiro (ACF)	Caixa, bancos, aplicações financeiras de curto prazo.	Passivo Circulante Financeiro (PCF)	Empréstimos bancários, financiamento de curto prazo, dividendos.

Contas Cíclicas	Ativo Circulante Operacional (ACO)	Clientes, estoques e despesas antecipadas	Passivo Circulante Operacional (PCO)	Fornecedores, obrigações trabalhistas e impostos.
Contas Não Cíclicas	Realizável a Longo Prazo (RLP)	Aplicações financeiras de longo prazo, participações em outras empresas e investimentos	Passivo Não Circulante (PNC)	Obrigações com terceiros localizados no longo prazo. como empréstimos e financiamento.
	Ativo Fixo (ATF)	Bens de natureza permanente: Intangível e imobilizado	Patrimônio Líquido (PL)	Capital Próprio

Fonte: Fleuriet, Kehd, Blanc (2003).

Em conformidade com Fleuriet e Zeidan (2015), ao se analisar algumas contas de maneira isolada percebe-se que apresentam uma movimentação demasiadamente lenta e podem ser categorizadas como permanente ou não cíclicas. Contudo, outras apresentam demonstram um movimento consonante com o ciclo operacional da organização. Além disto, existem contas que apresentam movimento descontínuo ou errático e não possuem relação com o ciclo operacional. Dessa forma, nota-se que em uma organização o ciclo financeiro é diferente do operacional em relação à temporariedade. Assim, faz-se necessário reclassificar o balanço ao se analisar os diferentes ciclos com cronologias distintas.

### 3.1.2 Principais Indicadores que compõem o modelo

A partir da reclassificação do Balanço Patrimonial em operacional, financeiro e não circulante Fleuriet segmentou e combinou as contas contábeis em três indicadores, permitindo interpretar as decisões dos gestores em relação à gestão do capital de giro. São estas: necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG) e saldo de tesouraria (ST).

#### 3.1.2.1 Necessidade de capital de giro (NCG)

A necessidade de capital de giro (NCG) ou necessidade de investimento em giro (NIG) é um elemento utilizado para averiguar a existência da necessidade de recursos para a empresa financiar sua atividade operacional. Assim, somente é

necessário analisar as contas de curto prazo, separando-as por sua natureza - atividade operacional ou financeira.

Para Mendes (2016), a NCG mede a defasagem de tempo e valor que as contas representam entre as operações e as contas cíclicas do ativo. O modelo Fleuriet inova ao enquadrar as contas relacionadas à atividade operacional como cíclicas e as ligadas ao financeiro como erráticas. A Necessidade de Capital de Giro é expressa pela diferença entre as contas do ativo circulante cíclico (ACI) e a do passivo circulante cíclico (PCI), contas circulantes relacionadas à atividade operacional, como expresso abaixo:

$$NCG = ACI - PCI \quad (1)$$

Em relação aos resultados, uma NCG positiva ( $ACI > PCI$ ) indica a existência de uma necessidade de capital de giro que deve ser saneada por fontes apropriadas de financiamento.

Em situação de equilíbrio, entre o ACI e o PCI ( $ACI = PCI$ ), a empresa não possui necessidade de investimentos. Contudo, caso ocorra resultados negativos ( $ACI < PCI$ ), apesar da baixa frequência, evidencia a existência de um excesso de recursos provenientes das atividades operacionais que poderão ser direcionados para investimentos ou outros fins.

### 3.1.2.2 Capital de Giro (CDG)

Uma parcela dos fundos permanentes é utilizada para financiar a NCG, normalmente estes recursos são empregados em atividades permanentes (ativos não circulantes). Além disso, como o capital de giro (CDG) possui o mesmo valor que o Capital Circulante Líquido (CCL) é possível calculá-lo pela diferença entre o ativo circulante (AC) e o passivo circulante (PC) (Fleuriet et al., 2003). Desta forma:

$$CDG = AC - PC \quad (2)$$

Além dessa relação obtida pelas contas circulares, Assaf (2000) define o Capital de Giro como sendo o excedente dos recursos de longo prazo (permanentes) em relação ao montante aplicado no longo prazo. Segundo Brasil e Brasil (2002, p.8):

Contas permanentes (não circulantes) do passivo menos contas permanentes (não circulantes) do ativo será igual ao CDG, esta definição difere pelo fato de que é calculada através das contas de longo prazo e não pelo circulante ou contas de curto prazo, apesar do resultado matemático ser o mesmo. Essa diferença de enfoque tem repercussões importantes nas análises.

Fleuriet et al. (2003), define o capital de giro como a diferença entre o passivo permanente (contas não cíclicas do passivo) e o ativo permanente (contas não cíclicas do ativo).

$$\text{CDG} = (\text{PNC} + \text{PL}) - \text{ANC} \quad (3)$$

Para Braga (1995), o CDG com valor positivo indica que os recursos investidos no ativo circulante ultrapassam o total de fontes de financiamento de curto prazo (PC) e os recursos de longo prazo (PNC) são responsáveis por financiar essa diferença. No entanto, caso o CDG encontra-se negativo significa que as fontes de recursos excedentes de curto prazo estão financiando os elementos de longo prazo. Esta condição, caso perpetuada por um longo período, pode resultar na insolvência da empresa.

### 3.1.2.3 Saldo de tesouraria (ST)

Segundo Fleuriet et al. (2003) o Saldo de Tesouraria (ST) é a diferença entre o “ativo errático” (AE) e o “passivo errático” (PE), sendo contas circulantes não ligadas a atividade operacional e relacionadas a valores que se alteram de forma aleatória, os ativos e passivos circulantes financeiros (ACF e PCF).

Para Zanolla (2014), o saldo da tesouraria é o valor destinado pela empresa, disponível em caixa ou aplicações financeiras, com a finalidade de pagamento das obrigações operacionais ou de financiamento estabelecidas e pode ser obtido pela diferença entre as contas erráticas.

$$\text{ST} = \text{AE} - \text{PE} \quad (4)$$

Sendo:

ST – Saldo de tesouraria

AE – Ativo errático

PE – Passivo errático

Além disto, o saldo de tesouraria (ST) pode ser representado pelo valor residual da diferença entre o capital de giro e a necessidade de capital de giro, como demonstrado abaixo:

Sabendo que o CDG é obtido pela diferença entre o AC e o PC, tem se:

$$\text{CDG} = \text{AC} - \text{PC}$$

$$\text{CDG} = (\text{ACF} + \text{ACO}) - (\text{PCF} + \text{PCO})$$

$$\text{CDG} = (\text{ACF} - \text{PCF}) + (\text{ACO} - \text{PCO})$$

$$\text{CDG} = \text{ST} + \text{NCG}$$

$$\text{ST} = \text{CDG} - \text{NCG}$$

Onde:

$$\text{ST} = \text{ACF} - \text{PCF} = \text{AE} - \text{PE}$$

$$\text{NCG} = \text{ACO} - \text{PCO} = \text{ACI} - \text{PCI}$$

Com isso, obtemos:

$$\text{ST} = \text{CDG} - \text{NCG} \quad (5)$$

Assim, se o capital de giro for insuficiente para financiar a necessidade de capital de giro o Saldo de Tesouraria será negativo. A análise do ST (positivo ou negativo), denominada de “efeito tesoura”, permite identificar as dificuldades financeiras da empresa.

Para Braga (1991), em períodos do ano podem ocorrer pressões sazonais que ensejam a uma necessidade do incremento da NCG. Nessas ocasiões o ST pode ficar temporariamente negativo, devido aos empréstimos e descontos de duplicatas de curto prazo utilizadas como fonte de recursos para suprir a necessidade temporária da NCG por recursos.



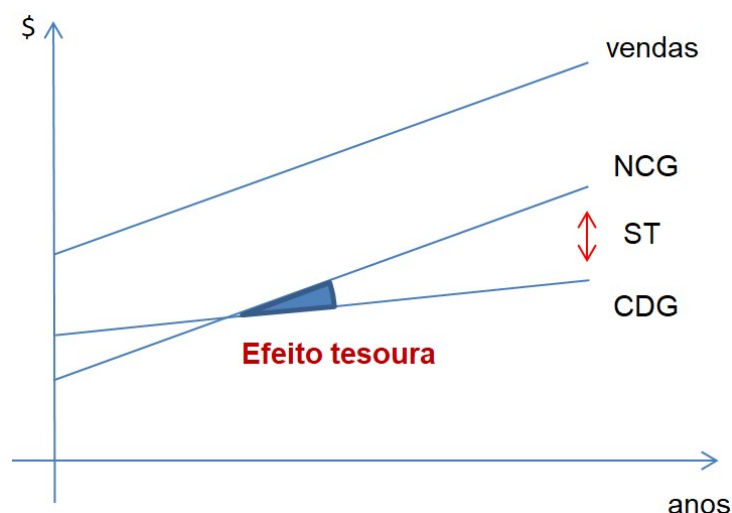
Um conceito importante relacionado ao NCG é o Autofinanciamento, esta situação ocorre quando a empresa gera renda suficiente para se financiar (AMBROZINI; MATIAS; PIMENTA JÚNIOR, 2014), ou seja, quando o  $CDG > 0$ ,  $NCG > 0$ ,  $CDG > NCG$  e  $ST > 0$ .

### 3.1.2.4 Efeito Tesoura

Para Braga (1991), o *overtrade* surge quando a empresa aumenta as operações e vendas, porém sem possuir os recursos financeiros necessários para financiar a necessidade desse aumento de capital de giro. O efeito tesoura corresponde à representação gráfica das vendas em relação às variáveis NCG, CDG e ST em situações decorrentes do *overtrade*.

O acompanhamento do saldo de tesouraria é essencial, para-se evitar a perpetuidade do déficit e/ ou seu crescimento. Além disto, caso o autofinanciamento não acompanhe o crescimento da NCG e ocorra uma elevação de vendas da empresa, o ST se tornará mais negativo. Nesse contexto, surge o efeito tesoura e a NCG passa a ser financiado com os recursos de curto prazo. (ALMEIDA; VALVERDADE; HORTA, 2013).

**FIGURA 1 – Efeito Tesoura**



Fonte: Braga (1991)

### 3.1.2.5 Índice de Liquidez do Modelo Dinâmico

Fleuriet e Zeidan (2015) ressalta que os índices tradicionais não são suficientes para medir a liquidez de uma empresa. Os índices tradicionais averiguam se a empresa pode honrar seus compromissos de curto prazo, enquanto um real índice de liquidez - Índice de Liquidez do Modelo Dinâmico (ILD) - deveria medir o quanto que a empresa utiliza seus recursos de curto prazo para financiar seus ativos de longo prazo, ou seja, a porcentagem de ativos não circulantes (ANC) e da necessidade de capital de giro (NCG) que estão cobertas por recursos de longo prazo (RLP) - passivo de longo prazo (PNC) e patrimônio total líquido (PL). A equação a seguir denota o índice de liquidez do modelo dinâmico (ILD):

$$ILD = ST / (ANC + NCG) \quad (6)$$

O numerador de (6) - ST - pode abranger valores negativos ou positivos. No entanto, o denominador pode conter apenas valores positivos. Assim, caso o ILD seja negativo indica que a NCG é necessariamente maior que o ANC, situação a empresa está exposta a um risco de liquidez de curto prazo.

### 3.1.2.6 Estrutura e situação financeira

Segundo Marques e Braga (1995), a combinação dos índices (CDG, NCG e ST) pode ser utilizada para determinar a estrutura financeira da organização em um dado período de tempo. Ao combinar os índices Braga identificou seis possíveis situações financeiras, conforme demonstrado pelo quadro 1.

**Quadro 1** - Tipos de estrutura e situação financeira

<b>Tipo</b>	<b>CDG</b>	<b>NCG</b>	<b>T</b>	<b>Situação</b>
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito Ruim

VI	-	-	+	Alto Risco
----	---	---	---	------------

Fonte: Marques (2015) e Fleuri et al. (2003, p. 8).

Para Marques e Braga (1995), as companhias do tipo I possuem uma situação excelente, em função do elevado nível de liquidez. A NCG por estar negativa atua como uma fonte de recursos adicionais que são direcionados para o saldo de tesouraria, ajudando a manter o nível de risco baixo. A situação II representa uma organização com uma situação financeira sólida, a mais comum na realidade. Como os três índices são positivos é possível inferir que o CDG é no máximo igual ao ST ( $CDG \leq ST$ ) e a NCG inferior ao CDG ( $CDG > NCG$ ). Na situação III as empresas representam uma situação insatisfatória, o saldo negativo do ST denota que o CDG é insuficiente para suprir o atual nível de atividade operacional, estas financiadas parcialmente por fontes de financiamento de curto prazo (PCF). Na situação do tipo IV as fontes de curto prazo do ST financiam o CDG e a demanda operacional provenientes da NCG, representa uma situação delicada em função da dependência de recursos financeiros de curto prazo. Na situação do tipo V as fontes de curto prazo (ST negativo financiam) os ativos de longo prazo da empresa, a NCG é negativa e superior ao CDG. Na situação do tipo VI a empresa utiliza os recursos de curto prazo (CDG negativo) para financiar ativos não circulantes e aplicações financeiras (ST positivo), a manutenção dessa situação por um longo pode ensejar em risco de insolvência para a empresa.

### 3.2 Estratégias Competitivas

Para Porter (2004), o posicionamento da organização dentro do seu setor é fator determinante para sua rentabilidade. Neste contexto, um desempenho acima da média em um longo horizonte temporal é denominado de vantagem competitiva sustentável.

Segundo Porter (2004), os pontos fracos e fortes da organização se relacionam em duas estratégias básicas - em função do baixo custo ou na diferenciação. As interações destas duas estratégias e maneira de como a organização lida com as cinco forças de Porter (ameaça de bens substitutos, entrada de novos concorrentes, poder de barganha dos compradores, poder de barganha dos fornecedores e rivalidade entre as empresas do setor) ensejam em três estratégias genéricas:

liderança de custo total, diferenciação, enfoque. No quadro 2 são esquematizadas as três estratégias genéricas:

**QUADRO 2 - Estratégias Genéricas**

		Vantagem Estratégica	
		Posição de baixo custo	Diferenciação
Alvo Estratégico	Seguimento Amplo	Liderança de custo	Diferenciação
	Seguimento restrito	Enfoque no custo	Enoque na diferenciação

Fonte: Porter (2004)

Sendo elas:

**Liderança de Custo total:** é uma estratégia de seguimento amplo em que as empresas concorrem entre si utilizando a posição de baixo custo. Porter (1986) sugere que posição de liderança de custo total fornece a empresa uma defesa contra os concorrentes, os custos mais baixos possibilitam que a empresa consiga ter retorno mesmo após seus concorrentes diretos terem seus lucros com uma política de redução de preços.

**Diferenciação:** é a capacidade de proporcionar ao comprador um valor obtido pela unicidade do produto/serviço ou pela experiência de uso – é uma estratégia de seguimento amplo.

Porter (1986, p. 52) aponta que "a diferenciação proporciona isolamento contra a rivalidade competitiva devido a lealdade dos consumidores com relação à marca como também à conseqüente menor sensibilidade ao preço". Desta forma, a menor sensibilidade de preço por parte dos seus consumidores permite que a companhia suporte melhor os períodos de crises econômicas. Além disso, Porter (1986) afirma que a estratégia de diferenciação não permite à empresa ignorar os custos, apesar dele não ser o alvo estratégico primário.

**Enfoque:** a última estratégia consiste focar em quantidade restrita de público, segmenta-se em enfoque de custos e diferenciação. Porter (1986, p. 52) conclui que "A estratégia repousa na premissa de que a empresa é capaz de atender seu alvo estratégico estreito mais efetiva ou eficientemente do que os concorrentes que estão competindo de forma mais ampla". É uma estratégia que necessariamente faz um

*trade-off* entre a rentabilidade e o volume de vendas. Assim, como na estratégia de diferenciação, pode ou não ocorrer um *trade-off* com a redução de custo. (PORTER, 1986).

As principais companhias aéreas brasileiras focam em ramos distintos da aviação comercial ao adotar diferentes estratégias genéricas. A TAM se diferenciou das demais empresas ao focar na estratégia da diferenciação com a política do “*the magic red carpet*” no final da década de 80. A Gol no contexto da crise aérea de 2001 adota inicialmente uma estratégia de Liderança no Custo Total ao focar em tarifas baixas e custos baixos (*low cost, low far*), assim consegue obter clientes provenientes da VASP, VARIG e Transbrasil – apesar destas empresas focarem na diferenciação elas tiveram problemas de custos que inviabilizaram a continuidade de suas operações (BINDER, 2009). Atualmente, a GOL adota uma estratégia de diferenciação com foco na qualidade de atendimento. A companhia Azul, a terceira maior companhia aérea do país, ao focar na aviação regional fez uso da estratégia de enfoque por diferenciação – garantindo maiores rentabilidades, mas realizando um *trade-off* por um menor volume de usuários. Por fim, a quarta principal companhia aérea brasileira fez uso da estratégia de diferenciação, contudo não realizou um efetivo controle de custos – segundo Porter um erro comum para empresas que adotam este tipo de estratégia.

Binder (2009) aponta que um conjunto medidas visando o baixo custo permitiram que a GOL consolida-se entre as grandes companhias. A partir dos dados do DAC foi construído o seguinte quadro comparativo (GOL – Base 100), conforme demonstrado pela tabela 2.

**TABELA 2** – Quadro Comparativo de Indicadores (Jan. 01 – Dez. 03)

	<b>GOL</b>	<b>VARIG</b>	<b>TAM</b>	<b>VASP</b>	<b>Setor aéreo</b>
Custo/ Assento por m	100	156	145	145	151
Receita/ Assento por km	100	152	148	140	14
Aproveitamento	100	95	89	95	94

Fonte: Binder (2009)

**QUADRO 3 – Estratégia genérica adotada pelas principais companhias aéreas.**

		Vantagem Estratégica	
		Posição de baixo custo	Diferenciação
Alvo Estratégico	Seguimento Amplo		TAM, GOL* e AVIANCA
	Seguimento restrito		AZUL

Fonte: autoria própria

\*Nos anos anteriores ao ano de 2007 a GOL adotava a estratégia de liderança de custo total.

## 4. ANÁLISE DE RESULTADOS

### 4.1 Resultados gerais

Esta seção tem como finalidade abordar os seguintes tópicos: reclassificação do modelo Fleuriet, cálculo dos indicadores dinâmicos e a saúde financeira das companhias pesquisadas, os indicadores são apresentados conforme a tabela 3.

**TABELA 3 – Indicadores (valores em milhares de R\$)**

(continua)

Indicadores	Companhias aéreas				
	4T/2014	4T/2015	4T/2016	4T/2017	3T/2018
<b>GOL</b>					
<b>NCG</b>	-2.691.236,35	-3.215.022,63	-2.678.380,43	-3.382.568,20	-3.807.220,00
<b>CDG</b>	-1.639.855,10	-3.904.607,20	-2.728.169,32	-3.841.720,10	-5.451.684,00
<b>ST</b>	1.051.381,25	-689.584,57	-49.788,89	-459.151,90	-1.644.465,00
<b>ACI</b>	539.411,01	553.911,61	856.568,00	938.827,76	1.232.746,90
<b>PCI</b>	3.230.647,36	3.768.934,24	3.534.948,43	4.321.396,01	5.039.966,50
<b>AC</b>	2.277.706,45	1.105.334,97	1.354.963,95	1.547.521,92	1.616.836,10
<b>PC</b>	3.917.561,55	5.009.942,18	4.083.133,28	5.389.242,07	7.068.520,60
<b>AZUL</b>					
<b>NCG</b>	-1.299.081,90	-1.777.638,79	-1.562.046,25	-1.491.183,4	-1.572.104,00
<b>CDG</b>	-743.647,74	-2.062.612,39	-1.405.486,23	-1.117.06,01	-460.217,60
<b>ST</b>	555.434,16	-284.973,60	156.560,02	1.379.477,36	1.111.886,40
<b>ACI</b>	846.934,15	869.462,12	879.128,67	1.174.662,21	1.742.386,70
<b>PCI</b>	2.146.016,05	2.647.100,91	2.441.174,92	2.665.845,58	3.314.490,70
<b>AC</b>	1.800.222,33	1.675.554,84	1.911.097,64	3.085.912,16	3.256.727,50
<b>PC</b>	2.543.870,07	3.738.167,23	3.316.583,87	3.197.618,16	3.716.945,10
<b>AVIANCA</b>					

(conclusão)

<b>Companhias Aéreas</b>					
<b>Indicadores</b>	<b>4T/2014</b>	<b>4T/2015</b>	<b>4T/2016</b>	<b>4T/2018</b>	<b>3T/2018</b>
<b>NCG</b>	-176.223,47	-320.230,00	-300.171,00	-590.477,48	-1.201.662,00
<b>CDG</b>	-382.654,79	-529.657,00	-654.387,00	-986.288,85	-1.877.717,00
<b>ST</b>	-206.431,32	-209.427,00	-354.216,00	-395.811,37	-676.055,00
<b>ACI</b>	398.653,55	352.955,00	496.204,00	538.487,81	747.006,35
<b>PCI</b>	574.877,02	673.185,00	796.375,00	1.128.965,29	1.948.668,70
<b>AC</b>	447.123,06	468.689,00	516.691,00	663.845,54	880.639,34
<b>PC</b>	829.777,84	998.346,00	1.171.078,00	1.650.134,40	2.758.356,70
<b>TAM</b>					
<b>NCG</b>	-857.607,54	-2.411.581,91	-1.414.278,89	-2.337.983,60	-923.760,10
<b>CDG</b>	-1.569.543,30	-2.641.494,45	-3.101.804,96	-1.394.761,30	864.085,92
<b>ST</b>	-711.935,75	-229.912,55	-1.687.526,07	943.222,29	1.787.846,00
<b>ACI</b>	3.066.128,85	3.829.283,54	2.795.172,85	2.427.995,69	3.878.158,90
<b>PCI</b>	3.923.736,40	6.240.865,45	4.209.451,74	4.765.979,28	4.801.919,00
<b>AC</b>	3.395.320,47	4.760.880,00	4.402.749,20	4.151.602,33	7.258.766,10
<b>PC</b>	4.964.863,77	7.402.374,45	7504.554,16	5.546.363,64	6.394.680,20

Fonte: autoria própria

A estrutura da saúde financeira das companhias aéreas é explanada no quadro 4.

**Quadro 4 – Modelo Dinâmico das Companhias aéreas**

<b>Modelo Dinâmico das companhias aéreas</b>					
<b>Indicadores</b>	<b>4T/2014</b>	<b>4T/2015</b>	<b>4T/2016</b>	<b>4T/2017</b>	<b>3T/2018</b>
<b>Modelo Dinâmico da empresa GOL</b>					
<b>NCG</b>	-	-	-	-	-
<b>CDG</b>	-	-	-	-	-
<b>ST</b>	+	-	-	-	-
<b>Tipo</b>	VI	V	V	V	V
<b>Situação</b>	Alto Risco	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim
<b>Modelo Dinâmico da empresa AZUL</b>					
<b>NCG</b>	-	-	-	-	-
<b>CDG</b>	-	-	-	-	-
<b>ST</b>	+	-	+	+	+
<b>Tipo</b>	VI	V	VI	VI	VI
<b>Situação</b>	Alto Risco	Muito Ruim	Alto Risco	Alto Risco	Alto Risco
<b>Modelo Dinâmico da empresa AVIANCA</b>					
<b>NCG</b>	-	-	-	-	-
<b>CDG</b>	-	-	-	-	-
<b>ST</b>	-	-	-	-	-
<b>Tipo</b>	V	V	V	V	V

<b>Situação</b>	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim
<b>Modelo Dinâmico da empresa TAM</b>					
<b>NCG</b>	-	-	-	-	-
<b>CDG</b>	-	-	-	-	+
<b>ST</b>	-	-	-	+	+
<b>Tipo</b>	V	V	V	VI	I
<b>Situação</b>	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Alto Risco	Excelente

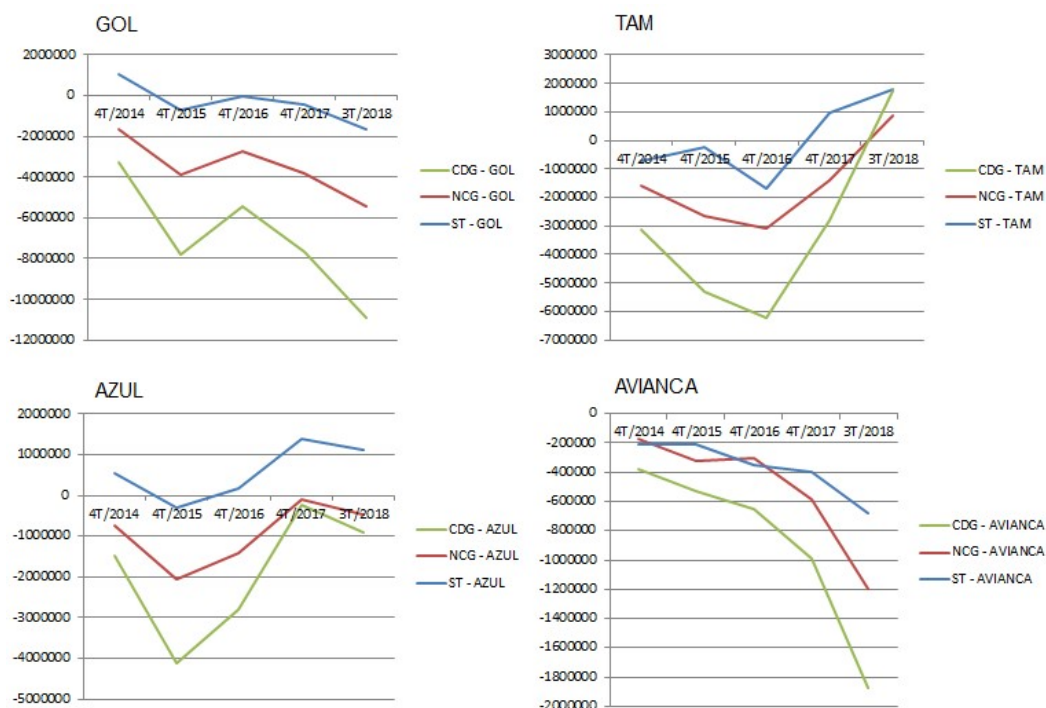
Fonte: autoria própria

Após a reclassificação dos balanços pelo modelo dinâmico, nota-se que a saúde financeira das companhias aéreas brasileiras analisadas, de modo geral, não apresentam uma situação financeira confortável - alternam entre as situações “muito ruim” e de “alto risco”, tipo V e VI respectivamente pela classificação de Marques. No entanto, a companhia TAM, atual LATAM, apresentou uma situação financeira excelente - tipo I. Tal resultado, encontrado através do balanço do terceiro trimestre de 2018, é condizente com o resultado divulgado pela LATAM acerca do balanço do 4º trimestre no qual apresenta um lucro recorde de US\$ 181,9 milhões – 17% acima de 2017, o maior lucro após os seis anos da fusão entre a TAM e a LAN (O GLOBO, 2019).



## 4.2 Efeito tesoura

**FIGURA 2** – CDG, NCG e ST das companhias aéreas – GOL, TAM, AZUL e AVIANCA.



Fonte: autoria própria

O CDG e NCG negativos indicam que as companhias não estão conseguindo recursos suficientes para se autofinanciar. Além disso, a presença do efeito tesoura aponta que recursos de curto prazo estão sendo utilizados para financiar ativos de longo prazo (ANC).

As companhias Azul, Gol e Avianca apresentaram o efeito tesoura em todo o período analisado. No entanto, as companhias Azul e a TAM obtiveram uma redução significativa do efeito após o ano de 2015. Além disso, a TAM desde o ano de 2017 não apresenta o efeito tesoura – situação positiva por possibilitar que a empresa se autofinancie.

## 4.3 Índice de liquidez

Esta seção tem como finalidade abordar o índice de liquidez dinâmico e realizar uma comparação com o índice de liquidez corrente - índice tradicional, conforme o apresentado na tabela 4.

**TABELA 4 – Índice de Liquidez – ILD e ILC**

<b>Companhias áreas</b>					
<b>Indicadores</b>	<b>4T/2014</b>	<b>4T/2015</b>	<b>4T/2016</b>	<b>4T/2017</b>	<b>3T/2018</b>
<b>GOL</b>					
<b>NCG</b> (em milhares de R\$)	-2.691.236	-3.215.023	-2.678.380	-3.382.568	-3.807.220
<b>ST</b> (em milhares de R\$)	1.051.381	-689.585	-49.788,9	-459.152	-1.644.465
<b>AC</b> (em milhares de R\$)	2.277.706	1.105.335	1.354.964	1.547.522	1.616.836
<b>PC</b> (em milhares de R\$)	3.917.562	5.009.942	4.083.133	5.389.242	7.068.521
<b>ANC</b> (em milhares de R\$)	5.905.193	6.469.362	5.599.600	6.056.126	6.675.388
<b>ILD*</b>	0,33	-0,21	-0,02	-0,17	-0,57
<b>ILC*</b>	0,58	0,22	0,33	0,29	0,23
<b>AZUL</b>					
<b>NCG</b> (em milhares de R\$)	-1.299.082	-1.777.639	-1.562.046	-1.491.183	-1.572.104
<b>ST</b> (em milhares de R\$)	555.434	-284.974	156.560	1.379.477	1.111.886
<b>AC</b> (em milhares de R\$)	1.800.222	1.675.555	1.911.098	3.085.912	3.256.728
<b>PC</b> (em milhares de R\$)	2.543.870	3.738.167	3.316.584	3.197.618	3.716.945
<b>ANC</b> (em milhares de R\$)	5.993.195	5.488.629	4.653.078	4.712.056	2.694.415
<b>ILD*</b>	0,12	-0,08	0,05	0,43	0,99
<b>ILC*</b>	0,71	0,45	0,58	0,97	0,88
<b>AVIANCA</b>					
<b>NCG</b> (em milhares de R\$)	-176.223	-320.230	-300.171	-590.477	-1.201.662
<b>ST</b> (em milhares de R\$)	-206.431	-209.427	-354.216	-395.811	-676.055
<b>AC</b> (em milhares de R\$)	447.123	468.689	516.691	663.846	880639
<b>PC</b> (em milhares de R\$)	829.778	998.346	1.171.078	1.650.134	2758357
<b>ANC</b> (em milhares de R\$)	1.565.368	1.113.240	826.427	785.415	580.279
<b>ILD*</b>	-0,15	-0,26	-0,67	-2,03	1,09
<b>ILC*</b>	0,29	0,42	0,63	0,85	1,52
<b>TAM</b>					
<b>NCG</b> (em milhares de R\$)	-857.608	-2.411.582	-1.414.279	-2.337.984	-923.760
<b>ST</b> (em milhares de R\$)	-711.936	-229.913	-1.687.526	943.222	1787.846
<b>AC</b> (em milhares de R\$)	3.395.320	4.760.880	4.402.749	4.151.602	7.258.766
<b>PC</b> (em milhares de R\$)	4.964.864	7402.374	7.504.554	5.546.364	6.394.680
<b>ANC</b> (em milhares de R\$)	5.908.216	5610.912	5.816.154	7.228.581	6.648.849
<b>ILD*</b>	-0,14	-0,07	-0,38	0,19	0,31
<b>ILC*</b>	0,68	0,64	0,59	0,75	1,14

Fonte: autoria própria

\* valores adimensionais

Na tabela foram calculados dois índices, o Índice de Liquidez Corrente (ILC) - obtido pela razão entre o ativo circulante (AC) e o passivo circulante (PC) - e o Índice de

Liquidez Dinâmica (ILD). Nota-se que o (ILD) aponta com mais precisão a real situação de liquidez da empresa do que o tradicional Índice de Liquidez Corrente - ILC. Além disto, quanto menor o ILD maior é a exposição de riscos de curto prazo da empresa. Nesse contexto, a Avianca no quarto trimestre de 2017 apresentou um ILD de -2,03 indicando problemas em sua cadeia produtiva, resultado de um saldo de tesouraria negativo e ativos econômicos insuficientes, enquanto que o indicador ILC ,no mesmo período, não apontou para uma situação de falta de liquidez. De acordo com o ILD a companhia Azul apresenta uma situação satisfatória por apresentar quatro períodos positivos - possivelmente por adotar uma estratégia de diferenciação em um seguimento estrito (aviação regional) e, deste maneira, alcançar uma rentabilidade maior.

## **5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES**

Este trabalho utilizou como arcabouço teórico o modelo Fleuriet para reclassificar o balanço patrimonial e analisar a saúde financeira das quatro principais companhias aéreas brasileiras do período de 2014 a 2018 – GOL, TAM, AZUL e Avianca respectivamente. O modelo Dinâmico fornece a situação de liquidez e o risco de curto prazo das empresas considerando a dinamicidade do comportamento das contas circulares e de como é financiado o capital de giro. A aplicação do modelo dinâmico traz vantagens ao analisar as demonstrações financeiras com a ótica de continuidade das organizações.

Neste trabalho foram utilizados apenas os índices de liquidez do modelo dinâmico, visto que a finalidade era realizar uma análise da saúde financeira das organizações. Foi realizada uma revisão de literatura do modelo Fleuriet e das estratégias de competitividade de Porter e, ao final, uma análise da estrutura da saúde financeira das organizações e dos índices de liquidez do modelo dinâmico - uma vez que o controle do capital de giro e dos custos é fundamental para a saúde financeira das companhias aéreas.

No caso das empresas analisadas o modelo dinâmico possibilitou aferir a saúde financeira das organizações e o índice dinâmico permitiu uma maior assertividade da liquidez de curto prazo. Todas as empresas analisadas apresentaram o efeito tesoura em algum período, sendo que somente uma delas – TAM - já não se

encontra mais sobre este efeito. A perpetuidade do efeito tesoura e o resultado do índice dinâmico permitiram prever com antecedência de um ano o agravamento dos problemas econômicos da companhia Avianca. Além disso, observou-se que as empresas do setor, de modo geral, não apresentaram uma saúde financeira satisfatória.

Como limitações desta pesquisa, pode-se citar a ausência das demonstrações contábeis do quarto trimestre de 2018, o que possibilitaria uma análise mais precisa das organizações.

Como sugestão de agenda de pesquisa, recomenda-se, uma revisão bibliográfica em conjunto com uma comparação estatística entre os índices tradicionais com o índice dinâmico com o intuito que seja criada uma literatura mais consolidada sobre este tema.

## REFERÊNCIAS

AMBROZINI, M.; MATIAS, A.; PIMENTA JÚNIOR, T. Análise Dinâmica de Capital de Giro Segundo o Modelo Fleuriet: uma Classificação das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1996 a 2013. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 25, n. 2, p. 15-37, 2014.

ANAC. 2019. Disponível em: <https://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas/demonstracoes-contabeis>. Acesso em: 22 Mai. 2019.

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. **Administração do Capital de Giro**. 4. ed. Atlas, 2011. 269 p.

AVIAÇÃO COMERCIAL. TAM. **Aviação Comercial**. 2019. Disponível em: <https://www.aviacaocomercial.net/tam.htm>. Acesso em: 10 Jun. 2019.

MENDES, M. J. **Modelo de Fleuriet**: Aplicação do Modelo de Análise Dinâmica de Capital de Giro para Avaliação de Desempenho da Petrobras de 2008 a 2015. Brasília, 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Administração) - UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA.

AZUL. **Voe Azul**. 2019. Disponível em: <https://www.voeazul.com.br/conheca-a-azul/sobre-azul>. Acesso em: 11 Jun. 2019.

BINDER, M. **Recursos e Competências sob Turbulência**: Estudo Longitudinal de três Empresas Aéreas Brasileiras. São Paulo, 2006. 343p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - EAESP/FGV.

BINDER, M. Rede de recurso: um modelo desenvolvido a partir do caso gol linhas aéreas. **Revista de Administração e Inovação**, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 28-43, 2009.

BONELI, L.; ROSA, M. A competitividade como fator negativo na aviação brasileira. **Aviation in Focus - Journal of Aeronautical Sciences**, v. 7, n. 2, p. 29-37, 2016.

BRAGA, R. ANÁLISE AVANÇADA DO CAPITAL DE GIRO Autor:.. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v. 3, p. 01-20, set. 1991.

BRASIL, H. G.; BRASIL, H. V. **Gestão financeira das empresas**: um modelo dinâmico. 4. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 163 p.

EXAME. A mais veloz da história. **EXAME**, v. 890, 2007.

GOL. **Voe Gol**. 2019. Disponível em: <https://www.voegol.com.br/pt/a-gol/sobre-a-gol>. Acesso em: 11 Jun. 2019.

HORTA, E.; VALVERDE, A.; ALMEIDA, M. A Análise Dinâmica segundo o modelo de Michel Fleuriet: o caso da empresa CEMIG distribuição S.A. In: ENANGRAD, XXIV. 2013, Florianópolis, 2013. 13 p.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. **Curso de contabilidade para não contadores**: Para as áreas de Administração, Economia, Direito e Engenharia. 8. ed. Atlas, 2018. 344 p.

LOMBARDI, M. Estratégias Empresariais e Formação de Competências: o caso TAM Linhas Aéreas S.A.. **ANPAD**, p. 16, 2007. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/3ES617.pdf>. Acesso em: 20 Jun. 2019.

MARQUES, J.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: O modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.

MUNDO DO MARKETING. Desafios da Gol em manter a satisfação dos clientes nas alturas. **Mundo do Marketing**. 2015. Disponível em: <https://www.mundodomarketing.com.br/reportagens/marca/34566/desafios-da-gol-em-manter-a-satisfacao-dos-clientes-nas-alturas.html>. Acesso em: 5 Jul. 2019.

O GLOBO. Grupo LATAM tem lucro recorde em seis anos pós-fusão. **O**

**GLOBO**. 2019. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/grupo-latam-tem-lucro-recorde-em-seis-anos-pos-fusao-23517035>. Acesso em: 12 Jun. 2019.

O GLOBO. Ocean Air muda de nome, para Avianca Brasil. **O**

**GLOBO**. 2010. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/ocean-air-muda-de-nome-para-avianca-brasil-3017876>. Acesso em: 14 Jun. 2019.

PORTER, M. **Estratégia competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 1986. 362 p.

PORTER, M. **Estratégia competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2004. 409 p.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9. ed. São Paulo: Amgh, 2013. 808 p.

SCHMITT, V.; PEREIRA, M. **Visão, Estratégia e Execução**: O caso da GOL. Florianópolis, 2005. 11 p. Disponível em: [https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos06/940\\_Artigo%20GOL-%20SIMGEN.pdf](https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos06/940_Artigo%20GOL-%20SIMGEN.pdf). Acesso em: 10 Jun. 2019.

SILVA NETO, B. **A inovação do programa TAM fidelidade e o surgimento do mercado de fidelização no Brasil**. Curitiba, 2015. 70 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) - UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

VALENT, V.DORNELLES, G.; VALENT, J. A inserção da AZUL linhas aéreas no mercado brasileiro: o estudo descritivo de uma estratégia inovadora. **Revista de Administração e Inovação**, v. 11, n. 3, p. 125-149, 2014.

VASTO, R. **Avaliação de uma companhia aérea brasileira em processo de aquisição por uma empresa de capital estrangeiro**. São Paulo, 2016. 137 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Engenharia de Produção) - UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO.

VIEIRA, M. **Administração estratégica do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 326 p.

ZANOLLA, E. **Liquidez: efeito do dinamismo e da sincronia dos elementos do capital de giro no desempenho das empresas brasileiras**. Brasília, 2014. 164 p. Tese (Pós-Graduação em Ciências Contábeis) - UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA. Disponível em:[http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/17540/1/2014\\_ErcilioZanolla.pdf](http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/17540/1/2014_ErcilioZanolla.pdf). Acesso em: 10 Mai. 2019.