

ANÁLISE FINANCEIRA DE CONCESSÕES DE RODOVIAS FEDERAIS NO BRASIL COM ENFOQUE NO DESEMPENHO OPERACIONAL

FINANCIAL ANALYSIS OF FEDERAL ROADS GRANTS IN BRAZIL WITH A FOCUS ON OPERATIONAL PERFORMANCE

CLÁUDIO RENÊ VALADARES LOBATO¹; LUIZ CARLOS ALVES DA SILVA JÚNIOR¹; ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA¹

1 – UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

crvlobato@gmail.com; alvesjr13@hotmail.com; artur@face.ufmg.br

Resumo – Este artigo tem como objetivo coletar os indicadores financeiros, comparar os resultados obtidos e analisar a atual situação financeira das concessionárias de rodovias federais no país. Uma concessão de rodovia é um tipo de monopólio natural fiscalizado por agência reguladora, seja ela federal ou estadual. Uma concessionária é, geralmente, uma empresa criada especificamente para executar o previsto no contrato de concessão. A coleta de dados considerou as informações de balanços patrimoniais e de demonstrações de resultados de exercícios, que possibilitaram identificar a qualidade de planejamento e de gestão financeira e empresarial de cada empresa. Através dos resultados obtidos foi possível identificar a melhor e a pior condição operacional e de gestão, dentre as empresas analisadas, de tal forma a subsidiar e nortear os interesses de investimentos nesse setor de infraestrutura no país.

Palavras-chave: Estratégia Financeira. Estratégia Gerencial. Concessão Rodoviária.

Abstract - This article aims at collecting the financial indicators, comparing the obtained results and analyzing the current financial situation of the federal roads concessions in the country. A highway concession is a type of natural monopoly inspected by a regulatory agency, whether federal or state level. A concession is usually granted to a company specifically created to execute the agreement. The data collection was based on the balance sheet income statements, what made it possible to identify the quality of planning and of financial and business management of each concession. Based on the results, it was possible to identify the best and the worst operating and management condition among the analyzed companies, in such a way to subsidize and guide investment interests in the respective infrastructure sector in the country.

Keywords: Financial Strategy. Management Strategy. Road Grant.

I. INTRODUÇÃO

As condições da infraestrutura rodoviária no país, bem como a adequada situação econômico-financeira das empresas que estão diretamente ligadas à sua execução e manutenção, são imprescindíveis ao desenvolvimento da nação e correspondem a uma parcela significativa do Produto Interno Bruto Brasileiro - PIB. A Confederação Nacional do Transporte (CNT, 2016) identifica que nas

últimas décadas ocorreu uma significativa redução do investimento público em infraestrutura de transportes, sendo que em porcentagem do PIB no ano de 1975 o investimento era equivalente a 1,84%, e em 2013 (ápice da retomada de investimento da última década) o investimento foi de 0,39%. Observa-se também, que no ano de 2015, este investimento chegou a apenas 0,19% do PIB, em decorrência de diversos problemas econômicos e políticos no país. Ainda, tem-se verificado que parte dos investimentos públicos destinados à infraestrutura de transporte acaba por não ser efetivamente realizado, o que diminui ainda mais o percentual indicado.

As dimensões continentais do Brasil exigem dos órgãos públicos uma capacidade de gestão e de recursos para abranger e atender a demanda de condições adequadas de circulação e segurança no setor de transportes, muitas vezes insuficientes, haja vista a quantidade de problemas e carência de recursos em diversas áreas e não somente nas questões referentes ao sistema de rodoviário. Uma das soluções para atendimento às expectativas da população e do setor ao tema tem sido a delegação de responsabilidades ao setor privado para recuperação, manutenção, melhorias e operação de trechos rodoviários, através de concessões e parcerias público-privadas. Observa-se que estas soluções têm sido adotadas não somente no Brasil, mas historicamente mundo afora.

Mucci (2011) destaca que o governo brasileiro atribuiu importância significativa à participação do setor privado na retomada dos investimentos em infraestrutura somente em 1995. Isto ocorreu com o início do programa de concessões de estradas federais a operadores privados e, posteriormente, foram concedidas também algumas rodovias estaduais; e os investimentos privados acumularam, no período de 1995 a 2013, valor correspondente a R\$ 33,7 bilhões. De acordo com a atual pesquisa realizada pela CNT (2017), a malha rodoviária brasileira conta com 1.735.621 km de estradas implantadas (dentre vias federais, estaduais e municipais) e que deste total 212.886 km correspondem a rodovias pavimentadas. Considerando ainda os dados da Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR, 2017), a malha rodoviária brasileira concedida compreende 19.030

km de rodovias, o que corresponde a 9% do total de rodovias pavimentadas.

Pela pesquisa CNT (2017), as rodovias brasileiras apresentavam uma extensão total de 1.735.621 km, sendo a maior parte delas não pavimentadas (1.365.426 km ou 78,7% do total), seguidas das pavimentadas com 12,3% do total (212.886 km) e planejadas com 9,1%. Dentre as rodovias pavimentadas, 69,5% são de responsabilidade estadual e municipal e apenas 30,7% são rodovias federais. Nas rodovias federais pavimentadas, por sua vez, predominam as rodovias de pista simples, com 57.096 km ou 88,1% da extensão total.

Pode-se verificar, também, que dos 103.571 km de rodovias avaliadas, incluindo toda a malha federal e as principais estaduais do Brasil, 20.348 km (19,2%) foram de rodovias concedidas e 85.466 km (80,8%) foram de rodovias sob Gestão Pública. Do total pesquisado, 63,1% apresentam algum tipo de problema no estado geral, seja no pavimento, na sinalização ou na geometria da via. Desse total, 34,4% encontram-se em estado Regular, 20,5% Ruim e 8,2% Péssimo, comprometendo significativamente o desempenho operacional e a segurança dos usuários. Ainda, destaca-se que das rodovias sob concessão 74,4% da extensão avaliada foram classificados como ótimo ou bom no estado geral, enquanto que nas rodovias sob gestão pública, percebe-se uma situação inversa haja vista que 70,4% do total avaliado apresentam algum tipo de deficiência e estão classificados como regular, ruim ou péssimo.

Não há, em um processo de concessão de rodovia, uma relação direta entre consumo e valor a ser pago nos mesmos termos dos encontrados nos serviços de telefonia, fornecimento de energia elétrica e saneamento básico. O valor da tarifa de pedágio, da forma como é estruturado nas concessões de rodovias federais no Brasil, não traz uma diferenciação entre uma obra já executada, outra em execução e uma terceira, ainda em fase de projeto. Todas as obras previstas e ou acrescentadas ao longo do contrato, além dos serviços operacionais prestados aos usuários, são consideradas no cálculo da tarifa, ainda que a cobrança do pedágio seja feita proporcional à distância percorrida ou à distância entre as praças. Um processo de concessão rodoviária nos modelos vigentes é tratado como um todo.

O objetivo deste trabalho é analisar a situação financeira de empresas de concessões de rodovias federais de capital aberto no país, comparando os resultados dos indicadores obtidos e sua atual condição financeira, após 22 anos do início das respectivas concessões. Através dos resultados obtidos será possível compreender as condições de gestão financeira e as estratégias empregadas em cada concessão pesquisada, haja vista que, preliminarmente à concessão dos trechos das rodovias, diversos estudos foram realizados. Tais estudos são realizados a fim de se colocar em licitação um projeto exequível e viável, compatibilizando os serviços e obras necessários às condições e volumes de tráfego de tal forma que se tenha uma tarifa razoável a ser paga pelos usuários. Assim, acompanhar os resultados e indicadores financeiros das empresas que atuam no setor, além de possibilitar aos investidores ter um norteamento primário de quais empresas se encontram em situação adequada para investimento, permitirá ao poder público / agência reguladora ter um

comparativo da situação das diversas Sociedades de Propósito Específico – SPE – criadas para esta atividade.

Neste contexto, será apresentada, na sequência, a metodologia utilizada no desenvolvimento do trabalho, os resultados encontrados para as concessões de rodovias consideradas, as interpretações destes resultados, e a conclusão.

II. METODOLOGIA

A definição da amostra a ser estudada (com base no universo de concessões rodoviárias federais e especificidades), a coleta de dados, a identificação dos indicadores considerados (e seus conceitos), e a análise inicial das informações serão tratadas a seguir.

2.1 *Delimitação da Amostra*

No Brasil as concessões rodoviárias federais seguiram um modelo de pedágio rodoviário aberto, que consiste em transferir a operação e manutenção de segmentos existentes de rodovias e a execução de obras de restauração específicas para operadoras privadas que devem recuperar os seus custos a partir de pedágios cobrados dos usuários das rodovias. O marco legal estabelecido pela Lei nº 8.987/1995 (Lei das Concessões) que excluiu contribuições públicas durante a concessão, e do alto custo do capital no Brasil na ocasião em que estes programas foram iniciados, o que limitou o tamanho dos investimentos iniciais que são financeiramente viáveis.

De acordo com a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT, 2017), do total de rodovias federais, atualmente 9.344,8 km de trechos rodoviários estão concedidos pela União à iniciativa privada em um total de 20 concessões rodoviárias, que compreendem os estados de GO, MS, MT, BA, ES, MG, RJ, SP, PR, RS, SC e o DF e estão distribuídas em três etapas de concessão. Com base neste universo de concessões de rodovias federais, nas especificidades de cada etapa de concessão, e na disponibilização das informações recentes (relatórios financeiros), optou-se por trabalhar com duas concessões da primeira etapa de concessões de rodovias federais. Observa-se que estas concessões correspondem a 40% do total de cinco contratos de concessões licitados à mesma época e que ainda continuam vigentes.

Vale destacar que, inicialmente, a ideia era realizar a coleta de informações diversas concessões das diversas etapas a fim de trabalhar uma amostra com todo tipo de concessão de rodovia federal e realizar análises com base em diversos indicadores (independentemente do tamanho, tipo ou etapa da concessão, por exemplo), pois a referência seria com base nos resultados dos indicadores e, que consequentemente, refletiriam na gestão (adequada ou não) da concessão. Entretanto, verificou-se que a comparação direta de indicadores não iria refletir a realidade da gestão do negócio após análise do conceito de concessão, com questões relativas a receitas e despesas ao longo de todo o período de concessão (20, 25 ou 30 anos de concessão), específicas à determinada etapa e também à quantidade de obras ou plano de negócios, por mais que, previamente, definido por um Estudo de Viabilidade Técnica Econômica e Ambiental – EVTEA - e estarem diretamente ligadas a um plano de negócios da contratada. Não seria lógico comparar uma concessão da primeira etapa com praticamente todas as

obras já executadas com uma concessão da terceira etapa, por exemplo, que iniciou a dois ou três anos atrás e possui um conjunto de obras a serem realizadas e com outra taxa interna de retorno, sem considerar a dificuldade de conseguir financiamento devido aos recentes problemas econômicos do país.

Assim, a decisão de estudar as concessões da primeira etapa tem como base a maturidade de cada empresa e a proximidade do período de encerramento do respectivo contrato de concessão. Ainda, tem-se como pressuposto que os elevados gastos para execução das maiorias das obras (ou as principais) previstas no contrato de concessão já foram executados e que no momento destacam-se os gastos com os serviços operacionais e de manutenção do trecho concedido. Este cenário permitirá realizar comparações ou considerações dos resultados trabalhados a partir dos dados financeiros com maior certeza nas conclusões haja vista uma expectativa de adequada gestão do negócio após longos anos de concessão.

Dentre as diversas concessões analisadas optou-se por trabalhar com as informações de uma concessão em São Paulo e uma no Rio de Janeiro haja vista os dados consolidados disponíveis e o prazo de contrato com término no mesmo período. Ressalta-se que foi omitida a identificação da concessão a fim de se preservar os dados gerais, na medida do possível.

2.2 Identificação e Coleta de Dados, e Análise Inicial das Informações

Gitman (2004) destaca que os administradores e os acionistas se preocupam com todos os aspectos financeiros da empresa para compreender a relação risco-retorno da companhia. A análise de índices financeiros permite avaliar o desempenho financeiro da empresa, que pode ser feito em termos de corte transversal ou em séries temporais, com algumas precauções, tais como: índices com variações muito grande apontam sintomas de um problema, a análise de um índice isolado geralmente não é suficiente, os índices comparados devem ser de um mesmo período, as informações devem ser auditadas e o tratamento contábil deve ser o mesmo. Ainda, divide os índices financeiros em cinco categorias básicas: liquidez, atividade, endividamento, que medem risco; rentabilidade, que mede o retorno; e valor de mercado, que mede risco e o retorno.

Os indicadores deverão estar de acordo com a visão da alta administração em termos de acompanhamento das atividades, rentabilidade e situação patrimonial e serão por ela escolhidos, a partir de definição/orientação do gestor financeiro estratégico. Os indicadores Econômicos - Financeiros são elementos que tradicionalmente representam o conceito de análise de balanço, e são cálculos matemáticos efetuados a partir do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, procurando números que ajudem no processo de entendimento da situação da empresa, em seus aspectos patrimoniais, financeiros e de rentabilidade.

Os indicadores econômicos – financeiros são construídos a partir dos conceitos de inter-relação e interdependência de elementos patrimoniais do ativo, passivo e de resultados. O objetivo básico desses indicadores é evidenciar a posição atual da empresa, ao mesmo tempo em que tentam inferir o que pode acontecer

no futuro com a empresa, caso aquela situação detectada pelos dados tenham sequência. Se os indicadores detectarem problemas de continuidade, a alta administração terá condições ou informações para deter a deterioração da situação financeira, patrimonial e de rentabilidade da empresa, procurando reverter à situação positiva e de horizonte de crescimento adequado.

De acordo com Silva *et al.* (2009), alguns dos índices financeiros que mais refletem a criação de valor para os acionistas/investidores são aqueles relacionados com a rentabilidade da empresa, tais como índice de capacidade de geração de lucros e rentabilidade do ativo total – ROA (*Return on Assets*). Ainda, índice de liquidez corrente e participação de capital de terceiros também são importantes para a avaliação operacional das organizações.

Os indicadores de rentabilidade tendem a propiciar análises e conclusões de caráter mais generalizante e de comparabilidade com terceiros já os indicadores de liquidez e os de endividamento buscam evidenciar a condição da empresa de saldar suas dívidas e de sua estrutura de endividamento. Ainda poderão ser considerados indicadores elaborados a partir das especificidades do objeto da organização, neste caso sendo referenciados às variáveis Veículos Equivalentes e Quilometragem do Trecho Concedido, conforme será destacado posteriormente.

Assim, uma das formas tradicionais de se analisar as condições financeiras e estratégicas de uma empresa é a utilização dos dados contábeis das empresas e a transformação destes em índices/indicadores de desempenho financeiro.

Neste trabalho foram utilizados os dados coletados em ANTT (2017) através dos Relatórios Financeiros de cada uma das empresas estudadas e tendo como foco os Balanços Patrimoniais – BP - e Demonstrativos referentes ao período de 2013 a 2016. Inicialmente, é necessário destacar a prévia análise de dados neste item, a fim de apresentar as justificativas lógicas para os indicadores que serão tratados posteriormente. Após análise dos dados presentes nos documentos, observa-se que conclusões diretas não conseguem expressar a condição financeira adequada de uma organização ou compará-las, conforme a seguir:

- a variação do patrimônio líquido de 2013 para 2016 foi de 13% na concessão de São Paulo e 33% na concessão do Rio de Janeiro, porém o patrimônio líquido desta última corresponde a apenas 37% do passivo da concessão em SP;

- o patrimônio líquido da concessionária do Rio de Janeiro em relação à de São Paulo corresponde a 35%, porém o total de passivo já é bem inferior e igual a 15%;

- há uma diferença significativa entre as receitas e despesas das empresas analisadas, da ordem, em média, de 17% e 13%, respectivamente, a relação da concessão do Rio de Janeiro em comparação à concessão de São Paulo;

- a concessionária do Rio de Janeiro, apesar de possuir a metade da quantidade de praças de pedágio da empresa em São Paulo, não possui custos operacionais com este item que ajudem a diminuir a despesa próximo à mesma proporção (50%). O item demais custos (que inclui custos operacionais) na empresa do Rio de Janeiro corresponde, em média, a 12% do custo da empresa em São Paulo;

- o trecho concedido a empresa no RJ corresponde a somente 35% da quilometragem rodoviária concedida à

empresa de São Paulo, mas possui custos com construção da ordem de 55%.

Desta forma, observa-se que uma análise mais aprofundada com base nos indicadores de gestão financeira e operacionais, que serão apresentados, posteriormente, são imprescindíveis e necessários para realizar uma avaliação adequada de uma organização.

2.3 – Definição dos indicadores a serem utilizados

Com base no descrito anteriormente e por Silva *et al.* (2009) este trabalho considerou os seis indicadores financeiros descritos nos próximos parágrafos.

A Margem EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (ou lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização - LAJIDA) é o indicador que avalia a capacidade operacional de uma empresa gerar caixa, indicando que despesas financeiras (juros), depreciação e tributos sobre lucros não são considerados. Trata-se de analisar o resultado operacional da empresa, o que é essencial para avaliar o seu desempenho financeiro, uma vez que representa a capacidade de geração recorrente de caixa. A equação (1) explicita o cálculo desse indicador:

$$\text{Margem EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Receita Líquida} \quad (1)$$

Quanto mais a empresa buscar melhorar e aumentar esse indicador significará melhora nos resultados da empresa, na produtividade e eficiência do negócio.

A Margem Líquida é o indicador que mostra a capacidade da empresa de gerar lucro comparativamente com a receita líquida que ela obteve em determinado período. Trata-se índice expresso em porcentagem e que ajuda a entender se os custos da empresa estão elevados.

Vale ressaltar que o valor da margem líquida é subjetivo podendo ser bom ou ruim de acordo com a realidade da empresa. Como exemplo, normalmente, grandes varejistas possuem margens relativamente pequenas, mas ganham no volume, enquanto empresas de serviços possuem margens maiores, mas com um volume de vendas não tão alto. A equação (2) apresenta o cálculo do referido indicador:

$$\text{Margem Líquida} = \text{Resultado Líquido} / \text{Receita Líquida} \quad (2)$$

Quanto mais a empresa buscar melhorar e aumentar esse indicador, melhor vai estar preparada para momentos em que as receitas reduzirem por problemas não previstos. Se a margem líquida for muito baixa, qualquer variação positiva de despesas ou negativa de receitas pode impactar o seu resultado final e fazer com que o negócio tenha prejuízo.

A Liquidez Corrente (LC) identifica se a organização tem ou terá recursos financeiros suficientes para honrar seus compromissos de curto prazo (até um ano). Sua unidade é medida em número absoluto, e se esse indicador for igual ou maior do que um significa que existe capital de giro para pagar as obrigações no curto prazo. Tal índice pode ser calculado pela equação (3):

$$\text{LC} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante} \quad (3)$$

Se for identificada que a liquidez da organização é baixa, provavelmente, isso pode estar ocorrendo por altos valores em estoque, ativo imobilizado alto ou uma quantidade grande de dívidas de curto prazo. Assim, promoções para reduzir o estoque, vender imóveis, máquinas ou itens do patrimônio imobilizado, e até mesmo tentar parcelar dívidas para aumentar caixa no curto prazo e impactar menos no curto prazo, serão benéficos.

A Rentabilidade do Ativo é um indicador essencial para análises econômico-financeiras, e também é conhecido por ROA (*Return on Assets*). Este indicador informa a rentabilidade adquirida pelos recursos administrados pela empresa, sendo um bom indicador para mostrar a qualidade da gestão do negócio em questão. Sua medida é em porcentagem e, assim como a margem líquida, quanto maior o seu valor, melhor é o resultado. O ROA é calculado pela equação (4):

$$\text{ROA} = \text{Resultado Líquido} / \text{Ativo Total} \quad (4)$$

Com a rentabilidade do ativo é possível analisar a eficiência operacional do negócio em relação ao seu ativo total, podendo ter intuições relacionadas ao custo desses ativos e como eles impactam a geração de lucro mês a mês.

O Índice de Endividamento identifica se uma empresa está muito ou pouco endividada, através da comparação entre o seu patrimônio líquido (PL) e as obrigações que ela tem, no curto e longo prazos. O resultado sempre será um número que indicará quantas vezes a dívida é maior do que seu patrimônio. Assim, ter esse indicador próximo ou abaixo de um mostra a existência de um bom planejamento. Porém, isto não quer dizer que empresas muito endividadas estejam necessariamente mal geridas ou que sua situação financeira esteja prejudicada, haja vista que também é necessário analisar quais os tipos de dívidas que a empresa possui e sua capacidade de pagar tais dívidas. A equação (5) para o cálculo desse indicador é:

$$\text{Endividamento} = \text{Capital de Terceiros} / \text{PL} \quad (5)$$

Depender de capital de terceiros pode ter suas vantagens, mas de maneira geral deve ser um sinal de alerta para que não seja criada uma dependência e um ciclo vicioso referente aos juros ou de dívidas impagáveis. Manter patamares do indicador abaixo de um é sempre o mais indicado para evitar problemas ou descontroles.

A Capacidade de Geração de Lucros (CGL) mostra a base da geração de lucros dos ativos de uma empresa, antes da influência dos impostos e da alavancagem. A equação (6) para o seu cálculo está descrita a seguir, sendo o EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes* (ou lucro antes das despesas financeiras e do imposto de renda - LAJIR):

$$\text{CGL} = \text{EBIT} / \text{Ativo Total} \quad (6)$$

Este indicador destaca a forte influência que índices associados à criação de valor possuem na manutenção de padrões positivos de Valor Econômico Adicionado ou EVA (*Economic Value Added*) por ser um tipo de monitoramento, e que coloca à disposição dos gestores uma forma de administração consistente com a criação de valor para os acionistas.

Indicadores da Especificidade da Organização

A fim de possibilitar a comparação das empresas com relação às questões operacionais específicas do negócio foram definidos indicadores com uma mesma referência. Assim, haverá indicadores com as bases Veículos Equivalentes e Quilometragem do Trecho Concedido, que permitirão realizar uma comparação direta entre as concessões. Desta forma, podem ser citados a receita líquida por veículos equivalentes, demais custos por veículos equivalentes, lucro líquido por veículos equivalentes, receita líquida por km (R\$/km), demais custos por km (R\$/km) e lucro líquido por km (R\$/km).

III. RESULTADOS

Após coleta dos dados necessários e o cálculo dos diversos indicadores serão, diretamente, apresentados os resultados alcançados e sua interpretação, nos subitens seguintes.

3.1 – Resultados do Cálculo de Cada Indicador

Os resultados dos indicadores financeiros e daqueles referentes às especificidades das atividades da organização estão apresentados nas Tabelas 1 e 2, e Figuras 1 a 8, a seguir:

Tabela 1 – Indicadores da Concessionária de São Paulo

Indicadores	2013	2014	2015	2016
Margem EBITDA	47,08%	46,03%	46,27%	49,68%
Margem EBIT	34,33%	31,94%	28,29%	27,92%
Margem Líquida	18,54%	16,57%	12,77%	12,33%
Liquidez Corrente	15%	9%	42%	55%
Rentabilidade do Ativo	14%	13%	9%	9%
Índice de Endividamento	74,11%	73,78%	74,95%	72,44%
Capacidade Geração Lucros	25,80%	24,35%	19,62%	19,44%
Rec. Líq. p/ V. Equiv. (em mil.)	8,09	8,59	8,84	9,37
Custo Op. p/ Veic. Eq. (em mil.)	5,31	5,85	6,34	6,75
Lucro Líq. p/ V. Equiv. (em mil.)	1,50	1,42	1,13	1,15
Receita Líq. p/ km	3.035	3.200	3.013	2.993
Custo Operac. p/ km	1.993	2.178	2.161	2.157
Lucro Líq. p/ km	563	530	385	369

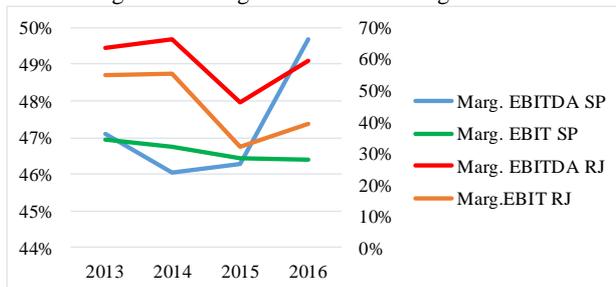
Fonte: adaptado de ANTT, 2017.

Tabela 2 – Indicadores da Concessionária do Rio de Janeiro

Indicadores	2013	2014	2015	2016
Margem EBITDA	63,50%	66,42%	46,09%	59,56%
Margem EBIT	55,03%	55,54%	32,07%	39,48%
Margem Líquida	12,89%	13,14%	16,76%	15,80%
Liquidez Corrente	95%	121%	96%	128%
Rentabilidade do Ativo	12%	11%	14%	12%
Índice de Endividamento	45,03%	40,65%	38,62%	31,77%
Capacidade Geração Lucros	50,10%	44,96%	25,86%	29,90%
Rec. Líq. p/ V. Equiv. (em mil.)	22,34	20,61	21,75	18,61
Custo Op. p/ Veic. Eq. (em mil.)	10,04	9,16	14,78	11,26
Lucro Líq. p/ V. Equiv. (em mil.)	2,88	2,71	3,65	2,94
Receita Líq. p/ km	1.529	1.496	1.498	1.364
Custo Operac. p/ km	688	665	1.018	825
Lucro Líq. p/ km	197	197	251	215

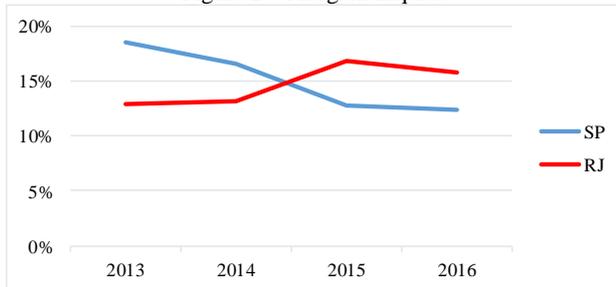
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 1 – Margem EBITDA x Margem EBIT



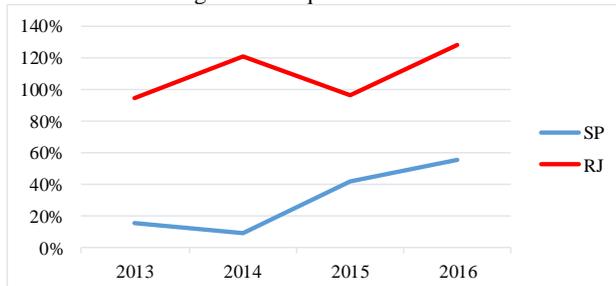
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 2 – Margem Líquida



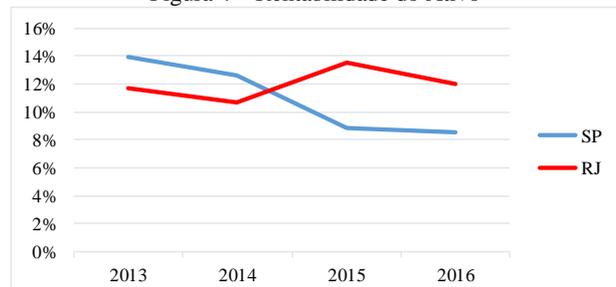
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 3 – Liquidez Corrente



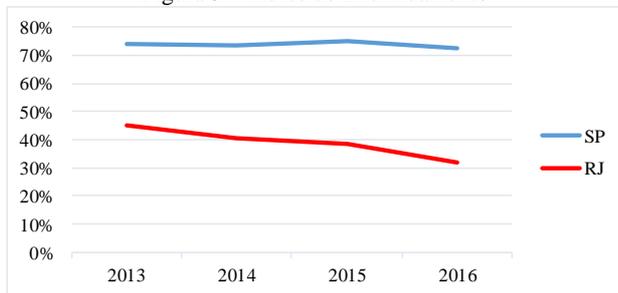
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 4 – Rentabilidade do Ativo



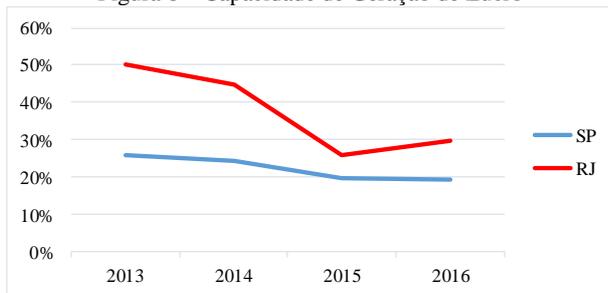
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 5 – Índice de Endividamento



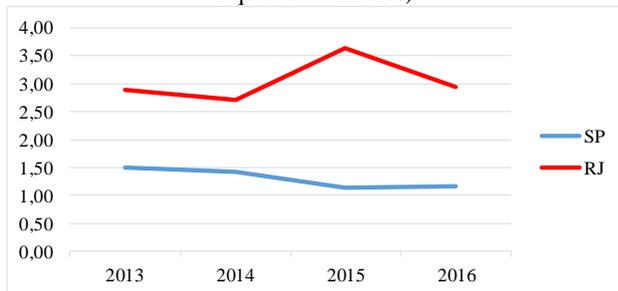
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 6 – Capacidade de Geração de Lucro



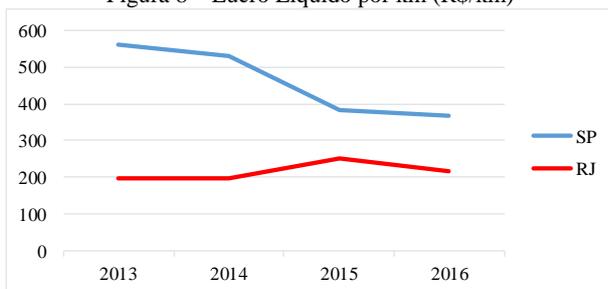
Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 7 – Lucro Líquido por Veículo Equivalente (R\$/Veíc. Equiv. em milhares)



Fonte: adaptado de ANTT, 2017

Figura 8 – Lucro Líquido por km (R\$/km)



Fonte: adaptado de ANTT, 2017

3.2 – Interpretação dos Resultados

A partir dos resultados dos diversos indicadores identificados no subitem anterior, pode-se destacar que:

- a concessionária de São Paulo mesmo tendo apresentado, no último ano, uma melhora do potencial de geração operacional de caixa do negócio (EBITDA) teve efeitos financeiros e de impostos que impactaram no crescimento real de ganhos financeiros (EBIT); diferentemente da concessionária do Rio de Janeiro onde é possível identificar que os indicadores seguiram a mesma tendência de retomada no ano de 2016;

- a concessionária do Rio de Janeiro demonstra que há capital disponível para uma possível liquidação das obrigações, diferentemente da concessionária de São Paulo

que não teria capital disponível suficiente para quitar as obrigações em curto prazo, caso fosse preciso;

- as duas concessionárias, nos dois primeiros anos, apresentaram percentuais próximos na rentabilidade sobre a aplicação de recurso, sendo que a concessionária de São Paulo possuía os resultados superiores; porém, nos últimos dois anos, houve uma inversão com a concessionária do Rio de Janeiro superando os resultados de São Paulo;

- a concessionária de São Paulo utiliza como estratégia financeira recursos de terceiros em quase sua totalidade, diferentemente da concessionária do Rio de Janeiro que equilibra a aplicação de recursos entre capital próprio e capital de terceiros;

- apesar do lucro líquido da concessão no Rio de Janeiro ser, em valores nominais, equivalente a apenas 17% do lucro líquido da concessão de São Paulo, nos últimos quatro anos, a capacidade da concessão do Rio de Janeiro de gerar lucro foi aproximadamente 15% maior;

- o custo operacional por quilômetro da concessão do RJ corresponde a 38% do mesmo custo da concessão de SP;

- e, se for usado o indicador lucro líquido por veículo equivalente para comparação, a concessão do Rio de Janeiro possui todos os resultados historicamente superiores à de São Paulo, o que inverte totalmente caso seja avaliado o indicador lucro líquido por km. Neste caso a concessão de São Paulo possui valores superiores à do Rio de Janeiro. Portanto, destaca-se o cuidado que se deve ter em analisar indicadores isoladamente.

IV. CONCLUSÃO

Observa-se que apesar de tratar de uma análise com um número reduzido de índices financeiros, pode-se destacar pelos resultados que as concessões nos trechos analisados apresentaram uma situação financeira rentável, com saldo positivo (lucro líquido) e capacidade positiva de geração de lucros, mas com dificuldade de liquidez, exigindo uma relação com investidores externos para a captação de recursos e necessidade de capital de terceiros.

Ainda, é importante destacar que a comparação realizada levou em consideração apenas os dados financeiros das empresas, de acordo com a série histórica escolhida, sendo, conseqüentemente, o desempenho operacional de cada empresa decorrente da gestão empresarial realizada.

Ressalta-se que, a “maturação” das organizações (as empresas do grupo selecionado foram criadas a 22 anos atrás) permite avaliar com maior exatidão que os resultados apresentados têm relação direta com a gestão incorporada na organização.

Por fim, para estudos posteriores sugere-se o incremento no uso de variáveis de tal forma que seja possível aperfeiçoar as análises realizadas com maior número de informações, e a incorporação ao estudo de dados das concessões de outras etapas, a fim de identificar e ressaltar suas especificidades e as diferenças decorrentes de períodos distintos de concessão e das fases em que se encontram.

V. AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem à UFMG pelo auxílio para participação no evento.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABCR – Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias, Brasil. **Institucional**. Disponível em: <http://www.abcr.org.br/Conteudo/Secao/2/quem+somos.asp>. Acesso em: 10 nov. 2017

ANTT - Agência Nacional de Transportes Terrestres, Brasil. **Rodovias**. Disponível em: <http://www.antt.gov.br/rodovias/index.html>. Acesso em: 10 nov. 2017

BRASIL – Presidência da República. **Lei Nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8987cons.htm. Acesso em: 04 jun. 2017

CNT – Confederação Nacional do Transporte, Brasil. **Pesquisa CNT de Rodovias 2016: Relatório Gerencial**. 20. ed. – Brasília: CNT : SEST : SENAT. Disponível em: <http://pesquisarodovias.cnt.org.br/Edicoes>. Acesso em: 09 de out. 2017.

CNT – Confederação Nacional do Transporte, Brasil. **Pesquisa CNT de Rodovias 2017: Relatório Gerencial**. 21. ed. – Brasília: CNT : SEST : SENAT. Disponível em: <http://pesquisarodovias.cnt.org.br/>. Acesso em: 09 de out. 2017.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 2004. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley

MUCCI, C. M. P. M. **Análise comparativa de modelos de concessão de rodovias no Brasil: um enfoque na segurança viária**. 2011. 124f. Dissertação (Mestrado em Geotecnia e Transportes), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2011

SILVA, S. S.; *et al.* **Estratégias Financeiras Empresariais para Criação e Destruição de Valor**. 2009. p. 348-362. Publicado na revista *Gestão.Org/PROPAD/UFPE*.

VII. COPYRIGHT

Direitos autorais: Os autores são os únicos responsáveis pelo material incluído no artigo.