

COMO PROSPERAR EM MEIO À INCERTEZA DO BRASIL

Por Daniel Azevedo, Marcos Aguiar e Juliana Abreu

É FÁCIL CRIAR VALOR EM um contexto econômico favorável. No entanto, é muito mais difícil administrar uma empresa durante uma crise econômica. Recentemente, vivemos um dos períodos econômicos mais difíceis da história do Brasil – que apresentou desafios importantes tanto para as empresas locais quanto para as multinacionais que atuam no país. No entanto, algumas organizações prosperaram, oferecendo lições sobre como garantir sucesso em meio à incerteza.

Nas últimas duas décadas, a economia brasileira foi mais volátil e letárgica que em qualquer momento do século passado. A crise mais recente, de 2014 a 2018, foi particularmente difícil e a recuperação desde então tem sido lenta. Nesse ambiente, muitas empresas podem se sentir tentadas a cruzar os braços e esperar. Outras, no entanto, adotarão medidas para ficarem ainda mais fortes, com melhores perspectivas de crescimento e uma capacidade maior de criar valor para acionistas e outros *stakeholders*. Uma pesquisa do BCG identificou formas específicas de obter vantagens durante a adversidade econômica.

Utilizando essa pesquisa como ponto de partida, analisamos recentemente mais de 100 empresas de capital aberto no Brasil, com o objetivo de identificar aquelas que estavam com baixo desempenho antes do início da crise econômica, mas que foram capazes de reverter drasticamente sua performance quando a crise chegou. Essas organizações não apenas sobreviveram à tormenta – elas aproveitaram o momento de crise para adotar medidas relevantes e estruturadas para melhorar seus resultados e obter vantagem competitiva em seus mercados. Em particular, a nossa pesquisa identificou cinco características comuns a essas organizações:

- Foco obsessivo na eficiência
- Busca por crescimento
- Um programa de transformação formal
- Ação preemptiva e decisiva
- Excelência na execução

Essas são dimensões fundamentais para as empresas que buscam aproveitar uma crise e mudar seu patamar de performance.

O novo normal: incerteza

Mesmo quando comparado a outros mercados em desenvolvimento, o ambiente econômico brasileiro continua desafiador para as empresas. De 2009 a 2013, o país voltou com força da crise financeira mundial, somente para enfrentar um conjunto diferente – agora local - de problemas. Vários desafios levaram ao maior declínio anual do PIB em quase cem anos. De 2014 a 2018, o Brasil apresentou o pior desempenho econômico entre todos os países do G20 (vide Figura 1). A depressão foi extremamente severa, com uma queda acentuada nas vendas no varejo, aumento da alavancagem das empresas e altos níveis de desemprego.

No entanto, desde o início de 2017, a economia do país se estabilizou e começou a se recuperar, ainda que aos poucos. O PIB per capita do Brasil permanece aproximadamente nos níveis de 2012, resultando em padrões de vida estagnados (em contraste com os de outras economias em desenvolvimento). Além disso, previsões atuais indicam que o PIB do país não voltará aos níveis pré-recessão por pelo menos mais quatro anos — um período de recuperação muito maior do que aquele que a maioria havia previsto. E, embora as atuais situações financeiras

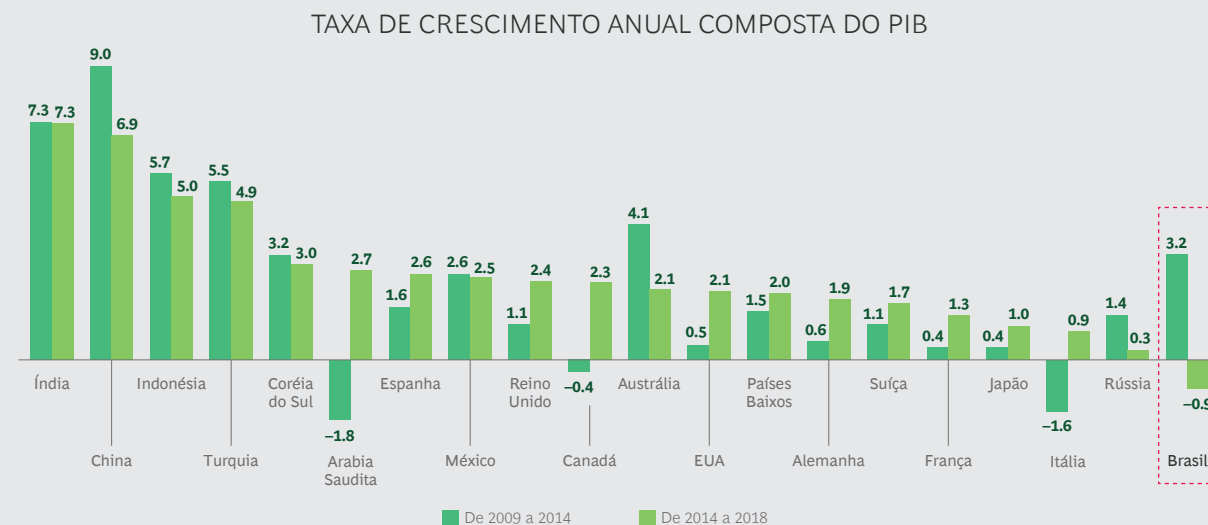
dos consumidores não sejam as mais estáveis, se identifica um enorme descolamento entre expectativas e realidade nas possibilidades de consumo da população (vide Figura 2).

Em geral, esse contexto sugere um período de volatilidade, mais desafiador para o crescimento das corporações. Os times de gestão que aceitam essas condições e sabem como aproveitar as adversidades atuais podem obter vantagem significativa. A questão é como fazer isso.

Como identificar as especialistas em transformação

A nossa análise incluiu 110 empresas, todas com faturamento e valor de mercado acima de R\$ 1 bilhão (cerca de US\$ 230 milhões no início de fevereiro de 2020), o que compreendeu aproximadamente 80% do valor de mercado total da bolsa de valores B3 do Brasil.¹ A nossa principal métrica para a análise foi o *Total Shareholder Return (TSR)* de 2014 a 2018, que analisa todos os fatores que levam à criação de valor: mudanças no fluxo de caixa (por exemplo, aumento de dividendos, recompra de ações ou pagamento de dívidas), expansão da margem, mudanças de múltiplos e crescimento da receita.

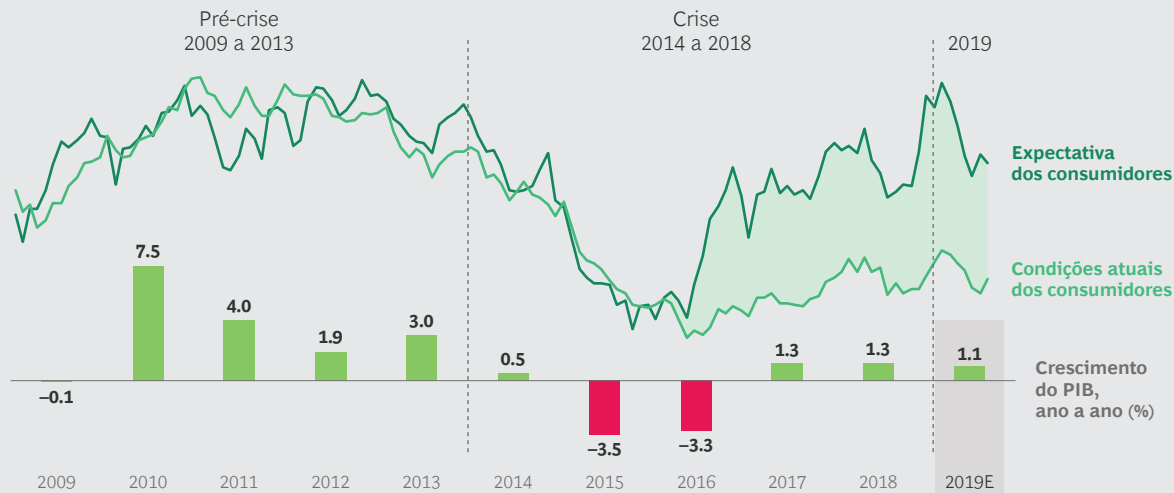
FIGURA 1 | Entre os países do G20, o Brasil teve o pior desempenho econômico de 2014 a 2018



Fonte: Banco Mundial; análise da BCG.

Nota: os dados do PIB foram calculados em dólares americanos.

FIGURA 2 | Diferença entre as expectativas e as condições atuais de consumo



Fontes: Instituições financeiras; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); Fundação Getúlio Vargas IBRE; análise da BCG.
Nota: da pesquisa Confiança do Consumidor realizada pela Fundação Getúlio Vargas em julho de 2019. A pesquisa mede a percepção dos consumidores sobre a situação econômica atual e as expectativas para os próximos seis meses.

A maioria dos setores registrou queda no desempenho de TSR durante a crise de 2014-18 no Brasil. Os maiores fatores contribuintes foram o baixo crescimento da receita e múltiplos menores, refletindo expectativas menos otimistas dos investidores.

No entanto, um subconjunto de empresas em nossa análise prosperou durante a crise, melhorando seu desempenho de TSR. Elas saíram de uma posição abaixo da média de TSR e passaram para a parte de cima dos rankings de performance, essencialmente usando adversidade econômica para fazer atualizações necessárias em seus modelos de negócios, operações e posições financeiras, entre outras coisas. Esse grupo de empresas entregou um TSR médio de 32% ao ano durante os quatro anos da crise, superando significativamente o resto das empresas que analisamos, por meio de uma combinação de crescimento mais rápido e margens melhores. Chamamos essas empresas de especialistas em transformação.

Outro aspecto da análise TSR que vale a pena observar é que os principais contribuintes para o forte desempenho destas especialistas em transformação mudam ao longo do tempo (vide Figura 3). No curto prazo, mudanças no fluxo de caixa podem ter um efeito desproporcional sobre

o TSR, enquanto aumentos de margem são os maiores contribuintes no médio prazo (nas marcas de três anos e cinco anos) e o aumento da receita e dos múltiplos geram um TSR alto de maneira mais sustentável em horizontes mais longos.

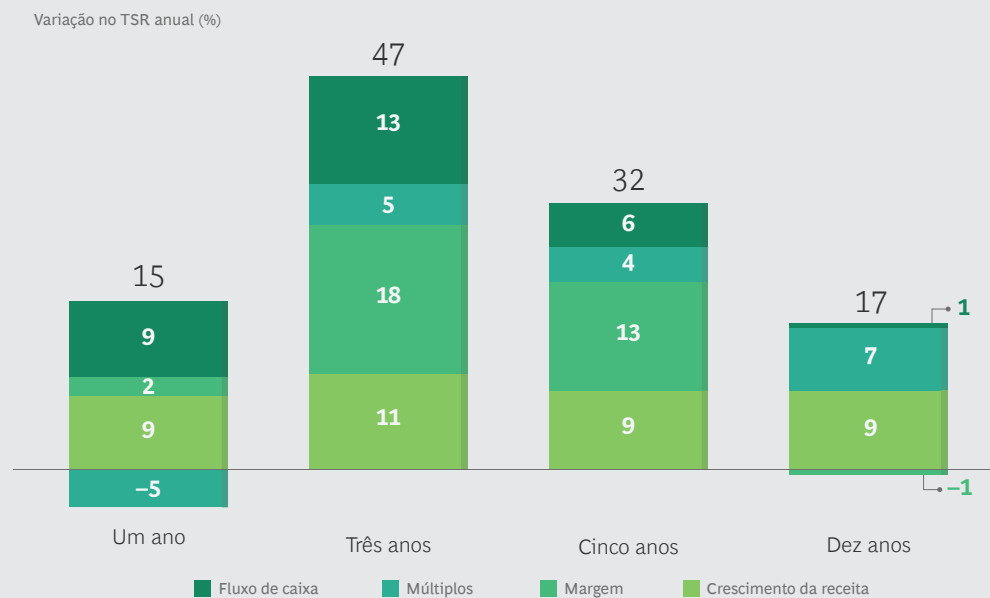
Como obter vantagem na adversidade

Vamos olhar de maneira mais aprofundada as cinco características que essas empresas de sucesso têm em comum.

Foco obsessivo na eficiência. Em nossa análise, as especialistas em transformação apresentaram muito mais foco e persistência em obter melhorias de eficiência do que as outras empresas em nossa amostra, adotando diversas medidas de redução de custos de maneira consistente, durante todo o período de crise. Mais da metade das empresas do grupo reduziu despesas administrativas (como percentual da receita) em pelo menos 5 pontos percentuais, e muitas registraram reduções ainda mais substanciais.

Busca por crescimento. Essas empresas não tentaram apenas reduzir custos para prosperar. Elas mantiveram o foco e buscaram crescimento de maneira

FIGURA 3 | Os maiores contribuintes para o TSR entre especialistas em transformação (2009 a 2018)



Fontes: Economática; S&P Capital IQ; BCG ValueScience Center.

Notas: exclui empresas de serviços financeiros e empresas com margens negativas ou valores extremos em componentes RTA, que são definidos como uma contribuição acima de 50 pontos percentuais em margem, múltiplo ou fluxo de caixa. Por causa do arredondamento, nem todos os números têm os totais.

constante, apesar do alto nível de incerteza. Coletivamente, elas registraram uma taxa de crescimento anual composta acima de 10% de 2014 a 2018 — um desempenho impressionante mesmo para contextos econômicos favoráveis (em comparação, as empresas de baixo desempenho em nosso estudo cresceram a uma taxa de crescimento anual composta de 6,5% no mesmo período de tempo). Algumas atingiram esse crescimento por meio de fusões e aquisições; outras cresceram organicamente, muitas vezes lançando novos produtos e serviços. No entanto, praticamente todas essas empresas criaram valor nos primeiros anos do *turnaround* por meio de melhorias de margem e, no longo prazo, por meio de crescimento da receita.

Um programa de transformação formal.

As especialistas em transformação não tentaram fazer ajustes pontuais. A grande maioria delas (80%) lançou programas de transformação formais, anunciados publicamente em comunicados ao mercado ou relatórios aos acionistas, que normalmente se concentravam em

ajustes operacionais, fortalecimento de balanço, otimização do número de funcionários e cortes de custos. Em comparação, no grupo de baixo desempenho, somente cerca de duas em cada cinco empresas anunciaram programas de transformação formais.

Programas de transformação formais são fundamentais para um *turnaround* de sucesso, pois estabelecem metas explícitas para a empresa e permitem que a gestão priorize medidas que trarão mais benefícios desde cedo, liberando capital e recursos nos estágios iniciais para financiar partes subsequentes da jornada. Programas de transformação também ajudam a gestão a avaliar as interdependências de várias partes da jornada. Eles criam transparência tanto para *stakeholders* internos (como funcionários e gerentes) quanto externos (por exemplo, investidores, fornecedores e parceiros). Comunicação e transparência podem ajudar a alinhar expectativas e gerar engajamento para atingir um objetivo comum, aumentando as chances de sucesso da transformação.

Ação preemptiva e decisiva. Aspecto crítico de um programa de transformação formal é o momento do seu lançamento. Em vez de esperar que as condições melhorem, cerca de dois terços das especialistas em transformação em nossa amostra adotaram medidas preemptivas e decisivas, lançando seus programas nos estágios iniciais da crise ou, em alguns casos, ainda antes da crise. Em contrapartida, as demais empresas analisadas estavam mais propensas a esperar até 2016 ou 2017, quando a situação já havia piorado substancialmente.

Excelência na execução. As especialistas em transformação da nossa amostra foram altamente disciplinadas em executar de maneira precisa e assertivas as iniciativas que foram estabelecidas desde o início da jornada de transformação. É comum os programas de transformação levarem anos em execução, o que faz com que algumas empresas percam o foco neles – dado surgimento de novos objetivos, distrações ou mesmo mudança na gestão. Ao elaborar um plano cuidadoso e cumpri-lo rigorosamente – por meio de KPIs, marcos claros e um vínculo entre ações específicas e criação de valor – as especialistas em transformação geraram resultados melhores no longo prazo.

Como duas empresas colocam esses princípios em ação

Entre as especialistas em transformação que identificamos no Brasil, duas organizações merecem um olhar mais atento.

Grupo Fleury. A empresa realiza exames e testes diagnósticos e atua no setor de saúde. O Grupo Fleury estava em uma expansão agressiva, impulsionada por fusões e aquisições antes da crise, gastando cerca de R\$ 1,3 bilhão na compra de laboratórios concorrentes e outros ativos no período de 2009 a 2012. Em 2012, o Grupo Fleury também lançou uma nova marca, chamada a+, que permitiu à empresa expandir sua atuação e continuar seu crescimento durante a crise. Juntas, essas ações ajudaram o Fleury a dobrar de tamanho entre 2010 a 2012. No entanto, o rápido

crescimento também levou a ineficiências, custos operacionais mais altos e margens menores. Em consequência, o valor de mercado da empresa caiu, reduzindo em R\$ 600 milhões em 2013. Embora a empresa não estivesse em dificuldade na época, a administração reconheceu que havia espaço para melhorar o desempenho.

Também naquele ano – antes mesmo do início da crise – a empresa anunciou um plano formal de transformação, inicialmente centrado em otimizar o portfólio e reduzir o número de funcionários. Nos 12 meses subsequentes, a empresa reduziu a força de trabalho em aproximadamente 9%, bem como diminuiu o número de unidades de negócios em 16%, a fim de simplificar a estrutura organizacional. Em 2014, um novo CEO assumiu o cargo, Carlos Marinelli, que estava na empresa desde 2005. Ele redobrou os esforços da empresa para reduzir custos e aumentar a eficiência.

Marinelli identificou três fatores que foram fundamentais para a transformação:

- Manter rigorosos níveis de qualidade e alto nível de serviço para os clientes
- Definir KPIs e metas específicos para quantificar os ganhos
- Envolver a força de trabalho na transformação

Como o Grupo Fleury havia crescido em função de fusões e aquisições, era preciso levar em consideração as diferenças regionais da organização, enquanto ainda transformava a cultura da organização como um todo. A empresa também adotou uma abordagem muito mais analítica na administração, incluindo novas ferramentas para gerir processos e pessoas e para controlar melhor os custos e as receitas.

Em 2017, o programa de transformação começou a gerar resultados. As despesas operacionais caíram de 91% da receita para 81%. O novo desenho de processos como compras e contas a receber levou a uma

grande redução nas necessidades de capital de giro. No portfólio de produtos, o Fleury reposicionou várias marcas de forma a se concentrar em segmentos com margens mais altas, mantendo a ênfase na inovação e na alta qualidade de seus serviços de diagnóstico.

Em meados de 2019, essas ações haviam proporcionado melhorias drásticas em várias dimensões:

- Receita – uma taxa de crescimento anual composta de aproximadamente 11%
- As margens de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) – um aumento de 5 pontos percentuais, para 24%
- Retorno sobre o capital investido – quase dobrando, de 8% para 14%
- Valor de mercado – quase triplicando, de R\$ 2,5 bilhões em 2015 para R\$ 6,7 bilhões

Gol Linhas Aéreas. Em menos de cinco anos, a Gol Linhas Aéreas, a companhia aérea de baixo custo com a maior participação de mercado no mercado doméstico no Brasil, enfrentou duas crises sucessivas e emergiu de ambas ainda mais forte do que antes. Ela esteve em uma jornada de transformação marcada por foco na receita, nos custos, na eficiência operacional e no fortalecimento do balanço. Os negócios de companhias aéreas são desafiadores em qualquer mercado devido aos altos custos “externos” – que estão fora do controle da gestão – mas são particularmente difíceis no Brasil, onde esses custos são tipicamente indexados em moeda estrangeira, enquanto a receita está atrelada à moeda local.

A primeira crise, em 2011, foi uma contração específica do setor. Após a recessão global de 2008, a demanda de viagens entre os consumidores no Brasil foi baixa. O aumento do preço do petróleo agravou o problema e levou a Gol a margens negativas.

Em 2012, uma nova estrutura de governança foi implantada e foi lançado um plano para reestruturar as operações e restaurar a lucratividade da companhia aérea. A empresa reduziu a capacidade operacional, ajustou a rede de rotas, melhorou o atendimento ao cliente e aumentou o foco no segmento corporativo. Também reduziu a força de trabalho em 14% e desmembrou os negócios de fidelidade, liberando valor e gerando liquidez por meio de um IPO – um passo importante para fortalecer o balanço.

Assim que essas medidas estavam gerando resultados, a crise econômica mais ampla do país começou a impactar a Gol. À medida que o dólar americano se fortalecia em relação ao real em 2015, a dívida da empresa aumentou quase 50% (em moeda local) e a demanda do consumidor por passagens aéreas diminuiu como resultado da estagnação da economia brasileira. No início de 2016, a companhia estava novamente enfrentando turbulências, e a administração lançou novas iniciativas para reduzir a alavancagem e fortalecer o balanço. A Gol devolveu alguns aviões, cancelou novos pedidos e negociou contratos flexíveis com fornecedores. A companhia aérea também reestruturou grande parte da dívida. Tais medidas financiaram a jornada de transformação nos anos subsequentes.

Durante essa jornada, a Gol continuou investindo em medidas para aumentar a receita e fortalecer seu posicionamento estratégico no mercado. Por exemplo, a companhia investe constantemente em recursos para melhor gerenciamento de receitas, a fim de aumentar lucratividade. A Gol também se concentrou em melhorar a experiência do cliente em áreas como emissão de passagens on-line, Wi-Fi a bordo, espaço adicional para as pernas e entretenimento – todas importantes alavancas para tornar a Gol mais atraente para o segmento de mercado corporativo. Outra área importante e foco de investimentos tem sido o fortalecimento dos negócios internacionais, aumentando sua presença em rotas não-domésticas e intensificando parcerias com outras

companhias aéreas, como a Air France e a KLM (ambas são agora acionistas da Gol).

Coletivamente, as medidas pró-ativas de recuperação levaram a uma melhoria relevante em métricas financeiras e no posicionamento competitivo da Gol. De 2013 ao segundo trimestre de 2019, a receita de passageiros dividida pelos assentos-quilômetro disponíveis aumentou a uma taxa média anual de 9%, e as margens EBITDA mais que dobraram, de 9,2% para 25,9%. A alavancagem, medida pela dívida líquida como um percentual do EBITDA, foi reduzida em 60%. A Gol se tornou o *player* número um no Brasil em 2016 e manteve essa posição em 2019 com uma participação de 38% no mercado brasileiro. Também reafirmou a participação dominante no segmento corporativo e aumentou substancialmente a receita de voos internacionais e da conexão de passageiros de companhias aéreas parceiras. Esses ganhos foram reconhecidos pelos investidores e refletidos em um aumento do valor de mercado da empresa de R\$ 2,9 bilhões para R\$ 11,4 bilhões durante esse período, ajudando a gerar um TSR anual de 22,1%.

AS VEZES, as empresas apontam a incerteza econômica como uma desculpa para desempenhos inexpressivos. Acreditamos que, com a perspectiva correta, isto pode ser uma oportunidade. As especialistas em transformação que identificamos enfrentaram contextos extremamente adversos, resultantes das condições macroeconômicas desafiadoras do nosso país. No entanto, elas tomaram as medidas necessárias para melhorar substancialmente os seus desempenhos. Elas fizeram isso mantendo um foco claro na criação de valor e, simultaneamente, buscando crescimento e eficiência de maneira estruturada e sustentável. As empresas que operam no país, sejam multinacionais ou *players* locais, devem seguir o exemplo dado por essas especialistas em transformação.

OBSERVAÇÃO:

1. Os valores cambiais são apresentados em Reais porque trata-se de uma moeda altamente volátil em relação ao dólar americano e ao euro, o que acarreta uma variação drástica das taxas de câmbio ao longo do tempo.

Sobre os autores

Daniel Azevedo é Managing Director & Partner do escritório de São Paulo do Boston Consulting Group. Ele trabalha extensamente nas práticas de Bens de Consumo e de Global Advantage e no Centro de Insights do Consumidor do BCG. Você pode entrar em contato pelo e-mail azevedo.daniel@bcg.com.

Marcos Aguiar é Managing Director & Senior Partner no escritório do BCG em São Paulo. Ele também é um BCG *fellow*. Você pode entrar em contato pelo e-mail aguiar.marcos@bcg.com.

Juliana Abreu é Managing Director & Partner no escritório de São Paulo. Ela trabalha extensamente com transformações empresariais e é membro das práticas de Bens Industriais e Pessoas & Organizações do BCG. Você entrar em contato pelo e-mail abreu.juliana@bcg.com.

O BCG TURN é uma unidade especial do BCG que ajuda CEOs e líderes corporativos a trazer melhorias rápidas, visíveis e sustentáveis para suas empresas – fortalecendo suas organizações e posicionando-as para vencer nos próximos anos. Trabalhamos lado a lado com clientes ambiciosos que procuram mudar a trajetória de suas empresas, qualquer que seja o ponto de partida.

O Boston Consulting Group é parceiro de líderes corporativos e sociais para enfrentar os desafios mais importantes e capturar grandes maiores oportunidades. O BCG foi pioneiro em estratégia de negócios quando foi fundado em 1963. Hoje, ajudamos os clientes com a transformação total – inspirando mudanças complexas que permitem que as organizações cresçam, criando vantagem competitiva e gerando impactos nos seus resultados.

Para ter sucesso, as organizações precisam combinar recursos digitais e humanos. As equipes globais e diversas do BCG trazem profunda expertise industrial e funcional e uma variedade de perspectivas para promover mudanças. O BCG fornece soluções por meio de consultoria de gerenciamento de ponta, juntamente com tecnologia e design, empreendimentos digitais e propósito de negócios. Trabalhamos em um modelo exclusivamente colaborativo em toda a empresa e em todos os níveis para fornecer resultados que ajudem nossos clientes a prosperar.

© Boston Consulting Group 2020. All rights reserved. 4/20

Para obter informações ou permissão para reimpressão, entre em contato com o BCG pelo e-mail permissions@bcg.com. Para encontrar o conteúdo mais recente do BCG e se cadastrar para receber alertas eletrônicos sobre esse ou outros tópicos, visite bcg.com. Siga o Boston Consulting Group no Facebook e no Twitter.