



RENTABILIDADE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR DE CALÇADOS

Bruna Mantovanni de Mattos

Graduanda em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual de Maringá.

E-mail: bruna_m.m.rs@hotmail.com

José Braz Hercos Junior

Doutor em Economia.

Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Maringá.

E-mail: jbhjunior@uem.br

Resumo

Este trabalho analisou o comportamento de indicadores de rentabilidade em empresas brasileiras de capital aberto do setor de calçados, após instalação das crises econômicas, tendo como objetivos específicos identificar: (a) as empresas mais e menos rentáveis; (b) as empresas que apresentam a melhor combinação risco/retorno; e (c) as tendências futuras. Quanto aos enquadramentos metodológicos, esta pesquisa foi classificada como: descritiva, aplicada, quantitativa e qualitativa, pesquisa documental e bibliográfica. Para avaliar o desempenho anual da indústria de calçados, foram consolidados os dados individuais das empresas objeto de estudo em um único conjunto de relatórios e, posteriormente, extraídos os índices econômicos para cada período. Na análise destes levou-se também em conta o comportamento dos indicadores macroeconômicos. Para comparação de desempenho entre as empresas objeto de estudo, foram utilizados os índices apurados por cada empresa, aliado às medidas estatísticas, como a “média”, o “desvio padrão” e o “coeficiente de variação”. O conjunto de empresas calçadistas reagiu positivamente à crise, com indicadores de rentabilidade sempre crescentes, tanto no que se refere ao retorno operacional do investimento, como ao retorno dos acionistas. A Vulcabrás e a Cambuci são as empresas mais arriscadas. A Grendene, a Arezzo e a Alpargatas são as empresas menos arriscadas. Dentre estas, a Grendene foi a que mais se destacou, tendo a melhor combinação entre risco e retorno. O melhor desempenho da Grendene, com base nos indicadores contábeis, se refletiu também no mercado de ações, com um retorno médio de 60,02%, vindo logo a seguir a Vulcabrás, com 35,04%, a Arezzo com 21,43% e a Alpargatas, com 12,10%. As tendências de queda nos índices de inflação e nas taxas de juros verificadas nos primeiros meses de 2017 já se refletiram positivamente nos resultados das empresas, sendo que tais tendências se consolidam nas projeções macroeconômicas para os períodos de 2018 e 2019.

Palavras-chave: Crise. Rentabilidade. Alavancagem. Mercado de ações.

Área n° 02: Contabilidade para Usuários Externos.

Subárea n° 2.8: Análise das demonstrações contábeis.

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, houve acentuada desaceleração na atividade econômica do Brasil, conforme comportamento do PIB¹ (Produto interno bruto) que recuou 3,8% em 2015 e 3,6% em 2016. Neste contexto, o setor empresarial sentiu o impacto e o valor de mercado das empresas despencou, conforme comportamento do índice Ibovespa², que recuou de 60.952,08 pontos, em 28/12/2012, para 43.349,96 pontos, em 31/12/2015. Como reflexo, os acionistas perderam parte de sua riqueza.

Houve também acentuada desvalorização³ da moeda local (o Real) em relação à moeda americana (o Dólar), de R\$ 2,08, em dezembro de 2012 para R\$ 3,87, em dezembro de 2015, o que favorece segmentos industriais da economia brasileira voltados ao mercado externo, especialmente o de calçados.

Por ser um importante empregador de mão de obra direta (300 mil postos de trabalhos em 2016)⁴ e responder por parte significativa das exportações brasileiras de produtos manufaturados (US\$ 999 milhões em 2016)⁵, a indústria calçadista foi escolhida como objeto de estudo.

De maneira geral, as empresas mantêm interesses com diversos agentes da sociedade, como: fornecedores, clientes, governo, investidores, bancos, acionistas, dentre outros. Estes, por sua vez, necessitam tomar decisões, cada vez mais arriscadas, especialmente em contextos de instabilidades macroeconômicas e políticas, sendo que a informação disponibilizada em momentos oportunos pode minimizar tais riscos.

Em tais contextos, com desaceleração na atividade econômica, o reflexo natural é que as empresas tenham as vendas e as margens reduzidas; além disso, são impactadas pelo aumento no custo do capital.

Considerando a combinação de efeitos negativos e positivos, cabe a seguinte questão de pesquisa: após instalação de referidas crises, como foi o comportamento dos indicadores de rentabilidade no conjunto de empresas brasileiras de capital aberto do setor de calçados? Sendo assim, o objetivo principal foi analisar o comportamento de indicadores de rentabilidade em empresas brasileiras de capital aberto do setor de calçados, após instalação das crises econômicas. E os objetivos específicos são identificar: (a) as empresas mais e

¹ *site* do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

² *site* da BM@FBOVESPA

³ *site* do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

⁴ *site* da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS)

⁵ *site* da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS)

menos rentáveis; (b) as empresas que apresentam a melhor combinação risco/retorno; e (c) as tendências futuras.

É importante mencionar que não foram encontrados estudos sobre a indústria calçadista, com tal enfoque.

O estudo foi organizado em mais cinco seções, além desta de caráter introdutório, a saber: a segunda seção contempla aspectos conceituais e teóricos; a terceira enfoca a metodologia da pesquisa; a quarta apresenta os resultados e as discussões; a quinta detalha as considerações finais; e a sexta, as referências pesquisadas.

2 ASPECTOS TEÓRICOS E CONCEITUAIS

Para dar suporte teórico ao presente estudo, foram abordados: (a) as técnicas de análise; (b) os relatórios contábeis, com suas características principais; e (c) a macroeconomia, com os indicadores.

2.1 AS TÉCNICAS DE ANÁLISE

2.1.1 Índices

Os índices são relações estabelecidas entre duas grandezas (MARION, 2012), que fornecem avaliações genéricas sobre aspectos financeiros e econômicos da empresa em análise (MATARAZZO, 2010).

Esta técnica permite comparações: (a) setoriais, ao envolver índices econômico/financeiros de empresas ligadas a um mesmo setor de atividade e (b) temporais, ao confrontar o atual desempenho com o antigo, permitindo que os analistas avaliem o progresso da empresa. (GITMAN, 2010; MAYO, 2008)

Para avaliar o desempenho de empresas ligadas a um setor de atividade são utilizados como referência os índices-padrão, que podem ser obtidos de publicações especializadas ou desenvolvidos pela própria empresa. (ASSAF NETO, 2015)

A seguir, é apresentado o Quadro 1, que contempla os índices ligados às análises do ROI (Retorno Operacional do Investimento) e da alavancagem financeira (com as fórmulas de apuração e interpretação), utilizados no presente estudo.

Denominação	Fórmula	Indica
Varição das vendas	$\left[\frac{\text{vendas do período atual}}{\text{vendas do período anterior}} - 1 \right] \times 100$	Quanto às vendas da empresa cresceram ou decresceram no período
Valor do investimento	Empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo + PL	O valor investido na empresa por recursos próprios e passivos onerosos
Giro do investimento	$\frac{\text{vendas líquidas}}{\text{valor investido}}$	Mostra a capacidade dos investimentos produzirem receitas operacionais.
Resultado operacional	Lucro ou prejuízo do período + juros da dívida líquidos de imposto de renda e de contribuição social sobre o lucro	É o resultado da empresa antes de remunerar os juros da dívida
Margem operacional	$\frac{\text{resultado operacional}}{\text{vendas líquidas}} \times 100$	Em termos percentuais, quanto sobra das vendas líquidas para remunerar os juros da dívida, após subtrair o custo das mercadorias/produtos vendidos e as despesas operacionais
ROI	$\frac{\text{resultado operacional}}{\text{valor investido}} \times 100$	O retorno do investimento em termos percentuais
Custo do passivo oneroso (em %)	$\frac{\text{juros da dívida}}{\text{passivo oneroso}} \times 100$	O custo anual do passivo oneroso em termos percentuais
Passivo oneroso	Empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo	As dívidas onerosas
Passivo oneroso/PL	$\frac{\text{passivo oneroso}}{\text{PL}}$	A relação entre passivo oneroso e capital próprio
Margem Líquida	$\left(\frac{\text{resultado líquido}}{\text{vendas Líquidas}} \right) \times 100$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 vendidos.
Retorno do PL	$\left(\frac{\text{resultado líquido}}{\text{PL}} \right) \times 100$	Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido.

Fonte: Assaf neto (2015), com adaptações.

Quadro 1 - Índices econômico/financeiros, fórmulas de apuração e interpretação

2.1.2 Análise vertical/horizontal

Por meio da análise vertical e horizontal, é possível conhecer pormenores das demonstrações financeiras que escapam a análise genérica dos índices (MATARAZZO, 2010). Na análise vertical (AV) é evidenciada a participação relativa de cada item de uma demonstração contábil em relação a determinado referencial (SILVA, 2008). A análise horizontal (AH) pode ser desenvolvida de forma encadeada ou anual, sendo que a AH encadeada permite o exame da evolução de cada conta de uma série de demonstrações financeiras em relação à demonstração financeira básica; na AH anual, a comparação é feita em relação ao ano anterior. (MATARAZZO, 2010; SILVA, 2008).

Para Matarazzo (2010), é desejável que as conclusões baseadas na análise vertical sejam complementadas pelas da análise horizontal.

2.1.3 Análise do ROI (RETORNO OPERACIONAL DOS INVESTIMENTOS)

O ROI permite ampla decomposição dos elementos que influenciam a taxa de

rentabilidade de uma empresa e identifica os principais fatores que levam ao seu aumento ou à sua queda. (MATARAZZO, 2010)

O ROI é a taxa de retorno obtida pelo capital investido na empresa, independentemente de ser ele dívida ou patrimônio líquido. (HIGGINS, 2007)

De acordo com Assaf Neto (2015), o ROI é apurado pela seguinte equação:

$$\text{ROI} = \frac{\text{resultado operacional}}{\text{valor investido}} \times 100 \quad (01)$$

sendo que o numerador representa a remuneração destinada a credores⁶ e acionistas e o denominador, o total dos recursos aplicados.

Para melhor compreensão, a equação 01 é ampliada:

$$\text{ROI} = \frac{\text{resultado líquido} + \text{juros sobre a dívida}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo Oneroso}} \times 100 \quad (02)$$

e decomposta da seguinte maneira:

ROI	=	Margem Operacional	x	Giro do investimento
$\frac{\text{resultado operacional}}{\text{valor investido}} \times 100$	=	$\frac{\text{resultado operacional}}{\text{receitas operacionais}} \times 100$	x	$\frac{\text{receitas operacionais}}{\text{investimento}}$

Fonte: Assaf Neto (2015)

Quadro 2 – Diagrama “margem operacional x giro do investimento”

Segundo Assaf Neto (2015), o diagrama “margem operacional x giro de investimento” permite avaliar os indicadores que exercem influência sobre o desempenho dos investimentos da empresa, sendo que: (a) na margem operacional é analisado o comportamento: das receitas, dos custos e das despesas incorridas pela empresa; e, no giro do investimento, é avaliada a capacidade dos investimentos em produzir receitas operacionais.

Decisões inadequadas de investimentos, como ativos ociosos ou pouco rentáveis, inadimplência, estoques de baixo giro etc., levam inevitavelmente a uma diminuição da rotação do ativo com reflexos evidentes sobre a rentabilidade do capital investido. (ASSAF NETO, 2015)

2.1.4 Análise de Alavancagem Financeira

A alavancagem financeira é a capacidade do endividamento em elevar os resultados líquidos dos proprietários (ASSAF NETO, 2015). É o efeito da estrutura de financiamento no lucro dos acionistas. (MATARAZZO, 2010)

⁶ Também denominados de passivos onerosos.

Se o custo da dívida é maior que o ROI (retorno operacional do investimento), os acionistas “bancam” a diferença com a sua parte no lucro (ou até com o próprio capital). Caso seja menor que o ROI, os acionistas ganham a diferença. (MATARAZZO, 2010)

O grau de alavancagem financeira (GAF) é apurado pela seguinte equação:

$$GAF = \frac{\text{Retorno sobre o PL}}{\text{ROI}} \quad (03)$$

que pode ser ampliada para:

$$GAF = \frac{\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{custo do passivo oneroso}) \times \frac{\text{Passivo oneroso}}{\text{PL}}}{\text{ROI}} \quad (04)$$

Assim, de acordo com a equação 04, quanto maior a presença dos passivos onerosos na estrutura de financiamento de uma empresa, maior é a capacidade em aumentar ou reduzir os ganhos dos proprietários.

2.2 OS RELATÓRIOS CONTÁBEIS

Os relatórios contábeis são a exposição resumida e ordenada de dados colhidos pela contabilidade (IUDÍCIBUS, 1998; MARION, 2012), constituindo-se em um canal de comunicação entre a empresa e os diversos usuários, sejam internos ou externos (SILVA, 2008).

No balanço patrimonial (BP) é evidenciada a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento (ASSAF NETO, 2015). É composto de dois grandes blocos: o ativo, onde a empresa aplicou os recursos — os bens e direitos que dispõe; e, o passivo (incluindo o patrimônio líquido), de onde vieram os recursos — as obrigações da empresa (SILVA, 2008). Por sua vez, as contas do ativo são classificadas em ordem decrescente de liquidez e as contas do passivo em ordem decrescente de exigibilidade (ASSAF NETO, 2015).

A demonstração de resultados do exercício (DRE) é um resumo ordenado das despesas e receitas da empresa em um determinado período, sendo apresentada de forma dedutiva (IUDÍCIBUS, 1998). As receitas e despesas são apropriadas de acordo com o regime de competência, ou seja, independentemente de que tenham sido esses valores pagos ou recebidos, e os resultados são transferidos para contas do patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2015).

No relatório da diretoria são prestadas informações aos acionistas sobre diversos aspectos do desempenho e de perspectivas da empresa (ASSAF NETO, 2015; MATARAZZO, 2010), sendo mais descritivo e menos técnico que as demonstrações

contábeis (IUDÍCIBUS, 1998).

No parecer dos auditores independentes consta a opinião do auditor em relação a veracidade das demonstrações contábeis: se representam adequadamente a situação econômico-financeira da empresa; se há uniformidade com relação aos relatórios apurados em exercícios anteriores; e se foram seguidos os princípios contábeis. (ASSAF NETO, 2015; IUDÍCIBUS, 1998). O parecer do auditor atribui maior segurança aos analistas de balanços (ASSAF NETO, 2015).

2.3 A MACROECONOMIA

A macroeconomia estuda a economia como um conjunto, com base: na produção total, no nível de emprego, nas taxas de juros, no nível geral dos preços, nas taxas de câmbio, entre outras (BLANCHARD, 2001; MANKIW, 2010). A análise é feita com base nos totais ou agregados da economia (GORDON, 2000).

2.3.1 Produto Interno Bruto (PIB)

Segundo Froyen (2003), o PIB é uma medida que representa todos os bens e serviços produzidos dentro do território nacional, avaliados a preços de mercado. Para Blanchard (2001) e Mankiw (2010), o PIB pode ser analisado tanto pelo lado da renda como pelos gastos totais na produção de bens e serviços.

Os indicadores econômicos de uma economia, como emprego, renda, consumo, investimento, dentre outros, estão estreitamente relacionados à variação no PIB. Quando este varia positivamente, o impacto é favorável. Já se a variação é negativa, ocorrem perdas: na renda, no consumo, no emprego, dentre outros. (HERCOS Jr. *et al.*, 2013)

2.3.2 Inflação

De acordo com Blanchard (2001), Gordon (2000) e Mankiw (2010), a inflação é caracterizada por alta contínua no nível geral de preços, sendo realizados mais gastos pelas pessoas para manter o mesmo padrão de vida.

A inflação, principalmente, quando fora de controle, além de reduzir o poder de compra dos consumidores, diminui a confiança dos agentes econômicos na moeda local. (HERCOS Jr *et al.*, 2013)

Sendo assim, o impacto da inflação nas empresas é: (a) direto, pelo encarecimento dos insumos, e (b) indireto, com a queda nas vendas⁷.

⁷ Reflexo do menor poder de compra dos consumidores.

2.3.3 Taxa de juros

Segundo Gordon (2000), as taxas de juros são um mecanismo utilizado para alocar as economias entre usos alternativos. Para os poupadores, as taxas de juros representam uma recompensa por deixarem de consumir no presente e fazê-lo no futuro; já, para os tomadores de empréstimo, é o custo para investir ou comprar bens de consumo (GITMAN e MADURA, 2003; GORDON, 2000).

A quantidade demandada de bens de investimento depende da taxa de juros. Para que um projeto de investimento seja lucrativo, o retorno deve superar o seu custo. Assim, sua viabilidade depende da taxa de juros vigente. (MANKIWI, 2010)

Com base nos conceitos acima, é possível afirmar que taxas de juros elevadas reduzem as vendas das empresas, especialmente as parceladas, e inibem os investimentos destas para ampliação de capacidade produtiva. O inverso ocorre, quando as taxas de juros apresentam tendência de queda.

2.3.4 Taxa de câmbio

Segundo Mankiw (2010), taxa de câmbio expressa à relação de troca entre as moedas de diferentes países. Se a taxa de câmbio se altera e a moeda local compra mais dólares, diz-se que a moeda local está sendo apreciada. Caso a moeda local compre menos dólares, diz-se que a moeda local está sendo depreciada.

A alteração na taxa de câmbio, se expressiva, afeta significativamente o desempenho da economia. A apreciação amplia: (a) o poder de compra⁸ do consumidor local, especialmente para produtos que tenham componentes importados e (b) o poder de compra das empresas locais, que trazem do exterior: tecnologias, equipamentos e bens de consumo a preços mais acessíveis. No entanto, existe também o lado negativo: perda⁹ de competitividade de empresas locais em relação a empresas estrangeiras, para venda de produtos tanto no mercado externo como no mercado interno. (HERCOS Jr. *et al.*, 2013)

2.3.5 Risco-país

O risco-país expressa de forma objetiva o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país, sendo que os indicadores diários mais utilizados para essa finalidade são: EMBI+Br e *Credit Default Swap (CDS)* do Brasil. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015)

⁸ A depreciação provoca inflação e reduz o poder de compra do consumidor local.

⁹ A depreciação aumenta a competitividade das empresas locais.

Rocha (2007) amplia este conceito, dizendo que é a possibilidade de que ocorram mudanças no ambiente de negócios, em função de instabilidades existentes no país, sendo essas legais, jurídicas ou institucionais, e que essas mudanças provocam perdas no valor dos ativos.

Portanto, quanto maior o risco-país, mais elevados são os custos dos recursos captados pelas empresas. Além disso, os prazos das operações (compras a prazo, vendas a prazo, prazos de financiamentos) são também reduzidos.

3 METODOLOGIA

No que tange aos objetivos, esta pesquisa é enquadrada como descritiva (VERGARA, 2006) por expor as características do setor objeto de estudo; e (b) correlacionar o comportamento dos indicadores macroeconômicos com o desempenho econômico da indústria de calçados.

Quanto à natureza do problema de pesquisa, é classificada como aplicada, uma vez que o estudo se propôs a analisar a rentabilidade do conjunto de empresas brasileiras de capital aberto, do setor de calçados, de 2012 até 2017¹⁰.

Ao envolver a análise do conteúdo de relatórios publicados por empresas de capital aberto, é possível caracterizar a pesquisa como qualitativa (RICHARDSON, 2007). A pesquisa quantitativa também está presente, quando da utilização de medidas estatísticas (“média”, “desvio padrão” e “coeficiente de variação”) para comparar os indicadores de rentabilidade das empresas. Para obtenção do material de análise (relatórios financeiros), foi utilizada a internet, via site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os dados das variáveis macroeconômicas foram obtidos junto ao Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Com relação aos procedimentos técnicos, a pesquisa se baseou em: a) pesquisa documental (relatórios contábeis publicados pelas empresas da indústria de calçados e disponibilizados no site da CVM, dados das variáveis macroeconômicas e de mercado obtidas junto aos sites: do IPEA, do Depec/Bradesco e da BMFBOVESPA) e bibliográfica.

Para avaliar o desempenho anual da indústria de calçados, foram consolidados os dados individuais das empresas objeto de estudo em um único conjunto de relatórios e, posteriormente, extraídos os índices econômicos para cada período. Na análise destes levou-se também em conta o comportamento dos indicadores macroeconômicos e de mercado.

¹⁰ Considerando para o ano de 2017 apenas os primeiros seis meses.

Para comparação de desempenho entre as empresas objeto de estudo, foram utilizados os índices apurados por cada empresa e os indicadores de mercado, aliado às medidas estatísticas, como a “média”, o “desvio padrão” e o “coeficiente de variação”.

4 APRESENTAÇÃO DE RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 CARACTERIZAÇÃO DO SETOR¹¹

A maior parte das empresas é de pequeno e médio porte, sendo que 86,5% da produção se destinam ao mercado interno e 13,5%, ao mercado externo. Com relação às vendas, há concentração no 2º semestre do ano, quando acontece o lançamento das novas coleções.

De maneira geral, os custos do setor calçadista têm a seguinte composição: mão de obra (30%), matéria-prima (65%) e outros (5%). Conforme a origem, a matéria prima é dividida em quatro categorias: pecuária (couros), petroquímica (borracha, plásticos, sintéticos, adesivos e outros), têxtil (tecidos) e outros componentes (palmilhas, fôrmas, componentes metálicos e embalagens).

Em relação ao tipo de material, 56,5% são calçados que se utilizam do plástico e da borracha; 27,8% são calçados de couro; 8,5% são calçados esportivos; e 7,2% são outros tipos. Os custos da matéria prima ligada ao segmento petroquímico são dolarizados e, para a produção de calçados de couro, o setor é intensivo em mão de obra.

As empresas possuem elevados gastos com desenvolvimento de produtos, sendo que estes têm em média seis meses de vida útil. O setor de calçados é dividido em polos/regiões. Devido à concorrência do setor, os custos com publicidade e propaganda são elevados nas grandes empresas.

O fato da maioria das empresas serem de gestão familiar dificulta a adoção de técnicas modernas de administração e controle. As linhas de produção são pouco automatizadas; o setor sofre concorrência com produtos pirateados.

Há também forte concorrência com a China, em produtos de baixo valor agregado, e com a Itália, em produtos diferenciados.

¹¹ Informações disponibilizadas no site do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos (DEPEC)

4.2 APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS¹²

4.2.1 Grendene

O capital social é constituído por 300.790.000 ações ordinárias negociadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. A empresa tem sua sede em Sobral (CE), sendo as operações fabris concentradas principalmente na matriz. A empresa também tem plantas industriais na Bahia e no Rio Grande do Sul.

A empresa desenvolve, fabrica, distribui e comercializa calçados para diversas situações de uso e para todas as classes sociais, atuando nos segmentos masculino, feminino, infantil e de consumo de massa. É detentora das seguintes marcas: Melissa, Grendha, Zaxy, Rider, Cartago, Ipanema, Grendene Kids e Zizou.

4.2.2 Cambuci

O capital social é constituído por 3.855.000 ações negociadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA S.A., sendo 1.309.000 ordinárias e 2.546.000 preferenciais. A empresa tem sua sede na cidade de São Paulo (SP), sendo que as plantas industriais localizam-se nos estados da Bahia e da Paraíba. Para o desenvolvimento de atividades comerciais no exterior, a Companhia, através de suas controladas, atua na Argentina, Uruguai e Chile.

A empresa tem por objetivo social a industrialização, comercialização, importação, exportação e representação de artigos esportivos e produtos em geral destinados a prática de esportes e atividades recreativas, além da participação em outras Companhias como sócia ou acionista. É gestora das marcas de materiais esportivos: Penalty e Stadium.

4.2.3 Arezzo

O capital social é constituído por 88.836.000 ações ordinárias negociadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. A empresa tem sua sede em Belo Horizonte (MG). Em 31 de dezembro de 2016, a Companhia contava com 510 franquias no Brasil e 5 no exterior; 47 lojas próprias distribuídas pelo Brasil e 2 lojas próprias no exterior; e um canal “web commerce” destinado às vendas de produtos da marca Schutz, Arezzo, Anacapri e Fiever.

A empresa tem por objeto, juntamente com as suas controladas, a fabricação, o desenvolvimento, a modelagem e o comércio de calçados, bolsas, acessórios e vestuário para o mercado feminino. Detém as seguintes marcas: Arezzo, Schutz, Anacapri, Alexandre

¹² Dados disponibilizados no *site* da CMV

Birman e Fiever.

4.2.4 Alpargatas

O capital social é constituído por 477.846.000 ações negociadas no segmento do Bovespa – nível I, sendo 241.609.000 ações ordinárias e 236.237.000 ações preferenciais.

A empresa tem sua sede em São Paulo, capital. Opera quatro fábricas no Brasil e oito na Argentina. Tem operações nos Estados Unidos e na Europa e exporta Havaianas para mais de 100 países. Para gerar mais valor ao seu negócio, a Alpargatas tem presença significativa no varejo, com mais de 600 lojas no mundo, a maioria da marca Havaianas, além de 150 mil pontos de vendas no Brasil e 10 mil no exterior.

Suas atividades e de suas controladas são a fabricação e a comercialização de calçados e respectivos componentes; artigos de vestuário; artefatos têxteis e respectivos componentes; artigos de couro, de resina e de borracha natural ou artificial e artigos esportivos. É detentora das seguintes marcas: Havaianas, Dupé, Topper Argentina, Mizuno, Sete Léguas, Megga outlet e Osklen.

4.2.5 Vulcabrás

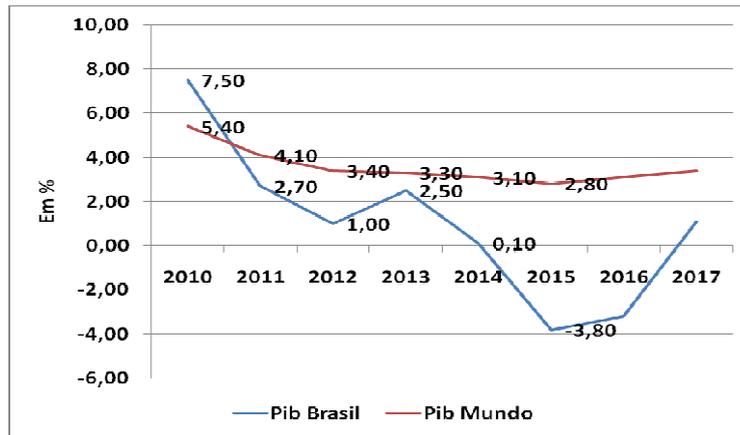
O capital social é constituído por 185.230.000 ações ordinárias, negociadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA S.A.

A empresa tem sua sede em Jundiaí (SP). As operações fabris estão concentradas nas controladas das unidades do Nordeste, nos estados do Ceará, Bahia e Sergipe. Através de suas controladas diretas e indiretas, produz e comercializa nos mercados internos e externos, produtos de vestuários, principalmente: artigos esportivos e calçados masculinos, femininos e profissionais. As marcas administradas pelas sociedades compreendem: Azaléia, Dijean, Opanka, Olympikus, Olk e Vulcabrás.

4.3 ANÁLISE DOS FATORES MACROECONÔMICOS¹³

A crise global de 2011, que se originou na zona do Euro, impactou negativamente no Brasil com deterioração da atividade econômica; isto se refletiu na desaceleração do PIB, de 7,5% em 2010 para 2,7% em 2011 (Figura 1).

¹³ ver Cagnin et al (2013)



Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* do IPEA

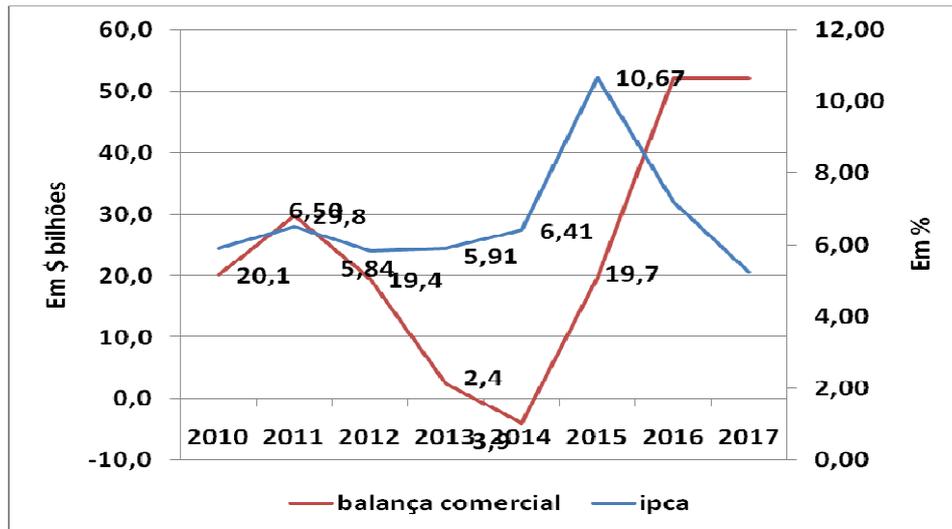
Figura 1 – Comportamento do PIB Brasil e Mundo.

Para enfrentar referida crise, o governo adotou políticas de estímulo a atividade econômica, sendo que as principais medidas foram: (a) redução da taxa básica de juros, para 7,25% a.a em 2012 (Figura 3); (b) incentivo aos bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa e BNDES) para estimularem o crédito; e (c) desonerações tributárias a diversos setores da economia. (CAGNIN, 2013).

No entanto, conforme figura 1, os resultados não foram os esperados, a atividade econômica continuou a se deteriorar e o PIB desacelerou para 1,0% em 2012 (IPEA, 2016).

Em 2012, o governo adotou novas medidas, mais especificamente no segundo semestre, elas foram: (a) compras governamentais, equivalente a R\$ 8,43 bilhões, beneficiando setores de máquinas e equipamentos, veículos, medicamentos, etc; (b) redução da taxa de juros cobrada no Programa de Sustentação do Investimento (PSI) de 5,5% para 2,5% a.a; (c) possibilidade de acelerar a depreciação de determinados bens (de 48 para 12 meses) para empresas participantes do PSI; e (d) prorrogação da redução do IPI para setores automotivos, móveis e linhas brancas, materiais de construção e bens de capital.

Finalmente, a economia reagiu positivamente, com o PIB acelerando de 1,0%, em 2012, para 2,5%, em 2013, conforme figura 1. Porém, os agentes econômicos manifestavam desconfiança em relação à economia e às políticas do governo; isto se refletiu: (a) na desvalorização do real em relação ao dólar, de R\$ 2,08, em 2012, para R\$ 2,35, em 2013; e (b) no aumento do risco país, de 142 pontos, em 2012, para 224 pontos, em 2013. Além disso, vieram as pressões inflacionárias representadas pelo comportamento do IPCA, com tendência crescente, conforme figura 2. De maneira geral, os agentes econômicos passaram a confiar menos na moeda local e enxergaram um ambiente de negócios menos seguro.



Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* do IPEA

Figura 2 – Comportamento da balança comercial e do IPCA no Brasil

Isso forçou o governo a aumentar a taxa básica de juros a partir de 2013, de acordo com a figura 3; nesse contexto, o PIB desacelera cada vez mais (Figura 1).

A partir disso, há um descontrole generalizado nos indicadores econômicos, tendo o seu ápice no ano de 2015: a moeda local se deprecia em relação ao dólar para R\$ 3,87 (Figura 4), o índice de inflação (IPCA) acelera para 10,67% a.a. (Figura 2), a taxa de juros (Selic) aumenta para 14,25% a.a. (Figura 3); e o risco país medido em pontos aumenta para 523 pontos (Figura 3). Assim há: (a) redução no poder de compra dos consumidores; (b) aumento no custo do dinheiro; (c) a moeda americana fica mais cara; e (d) o ambiente de negócios Brasil fica menos seguro.

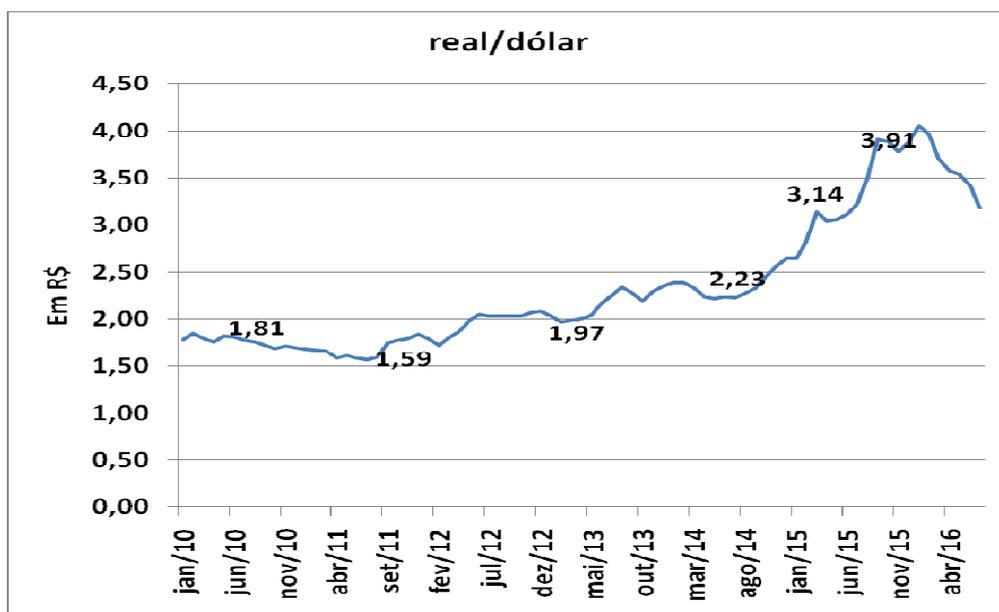


Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* do IPEA

Figura 3 – Comportamento do risco país e da taxa de juros no Brasil.

Todo este contexto impacta negativamente no desempenho das empresas: (a) os custos aumentam, e as vendas caem, em função do menor poder de compra dos consumidores e do maior custo do dinheiro; (b) os investimentos ficam inviáveis, em função do aumento na taxa de juros e das incertezas econômicas e políticas; e (c) há menos emprego e mais desemprego.

Em 2016, há uma melhora no ambiente econômico brasileiro, com desaceleração da inflação, redução no risco país e queda na taxa de juros, no entanto, a economia continua a encolher, conforme comportamento do PIB (Figura 1), com redução de 3,59% em relação ao ano anterior.



Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* do IPEA

Figura 4 – Comportamento da cotação real/dólar.

4.4 DIAGNÓSTICO ECONÔMICO DA INDÚSTRIA DE CALÇADOS

Nos anos de 2012 e 2013, conforme tabela 1, o setor apresentou crescimento real nas receitas de vendas, respectivamente, em 7,76% e 3,03%, sendo assim favorecido por medidas do governo brasileiro de incentivo a atividade econômica. Isto propiciou melhoria na margem operacional, de 9,51% em 2012, para 12,54%, em 2013. Como reflexo, o retorno aos investidores (sócios e credores) evoluiu de 12,29%, em 2012, para 16,23%, em 2013. Mesmo com a elevação no custo das dívidas (passivo oneroso), de 14,1% para 16,99%, o retorno aos acionistas aumentou de 11,54%, em 2012, para 15,94%, em 2013.

	2012	2013	2014	2015	2016
Varição vendas líquidas (ano anterior)	+7,76	+3,03%	-4,57%	-2,17%	-8,22%
Margem bruta (em %)	39,72	39,48	40,54	42,63	43,93
Margem operacional (em %)	9,51	12,54	14,06	15,46	16,92
Giro do investimento (em pontos)	1,29	1,29	1,23	1,22	1,22
ROI (em %)	12,29	16,23	17,23	18,91	20,64
Custo do passivo oneroso (em %)	14,1	16,99	20,38	26,46	24,65
Passivo oneroso/PL (índice)	0,42	0,38	0,33	0,35	0,26
Grau de alavancagem financeira (GAF)	0,94	0,98	0,94	0,86	0,95
Alavancagem financeira (em %)	(0,75)	(0,29)	(1,03)	(2,67)	(1,06)
Margem líquida (em %)	6,28	8,89	9,98	9,81	12,70
Retorno do capital próprio (em %)	11,54	15,94	16,20	16,24	19,58
Custo do capital próprio (em %)	9,49	10,25	10,19	13,11	16,84

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados obtidos em relatórios publicados pelas empresas no site da CVM.

Tabela 1 – Indicadores econômicos da indústria de calçados – 2012 a 2016

Nos anos seguintes, em função do contexto macroeconômico de crise¹⁴, o setor apresentou sucessivas quedas nas receitas de vendas, com reflexos negativos no giro do investimento, que caiu de 1,29, em 2013, para 1,22, em 2016.

No entanto, a crise também trouxe benefícios ao setor. A acentuada desvalorização da moeda local em relação ao dólar (Figura 4), conforme Hercos Jr. *et al.*, 2013, aumenta a competitividade dos bens produzidos pela indústria brasileira no mercado internacional. Em consequência, cresceram as margens (bruta e operacional) obtidas nos períodos seguintes (Tabela 1).

De acordo com a tabela 1, a combinação de queda nas vendas e margens elevadas favoreceu os investidores (sócios e credores), com o retorno operacional (ROI) crescendo, de

¹⁴ em que a atividade econômica desacelerou em 2014 e encolheu nos anos de 2015 e 2016, conforme comportamento do PIB (Fig. 1).

16,23%, em 2013 para 20,64%, em 2016.

O aumento do risco país (Figura 3) influenciou negativamente o custo do passivo oneroso (Tabela 1), que apresentou tendência de alta: de 16,99%, em 2013 para 24,65%, em 2016. Conforme visto na literatura, à medida que aumenta o risco país, o ambiente de negócios fica menos seguro e os bancos incorporam uma maior taxa para compensar o risco adicional de inadimplência. Neste sentido, para minimizar tais efeitos sobre a rentabilidade, o setor reduziu a participação dos passivos onerosos em relação ao capital próprio: de 38%, em 2013, para 26%, em 2016 (Tabela 1).

A estratégia foi bem sucedida, ou seja, mesmo com a elevação do custo do passivo oneroso¹⁵, que reduz os ganhos dos proprietários, o retorno do capital próprio apresentou tendência crescente de 2013 a 2016.

4.5 ANÁLISE COMPARATIVA

Dentre as empresas analisadas, a Grendene foi a que mais se destacou, sendo: a menos alavancada (endividada), a mais lucrativa e a mais rentável.

Conforme visto na literatura, a maior presença de passivos onerosos na estrutura de financiamento de uma empresa aumenta as possibilidades de elevados ganhos e de elevadas perdas dos acionistas. Então, quanto mais alavancada for, mais arriscada é a empresa.

A Grendene optou pelo menor risco, visto que durante o período de análise (Tabela 2), utilizou, em média, apenas R\$ 0,06 de passivos onerosos para cada R\$ 1,00 de capital próprio. Na sequência, a Arezzo, com R\$ 0,19 e a Alpargatas, com R\$ 0,27, para cada R\$ 1,00 de capital próprio.

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Grendene	0,07	0,06	0,07	0,08	0,04	0,06
Arezzo	0,21	0,19	0,17	0,20	0,16	0,19
Alpargatas	0,18	0,30	0,24	0,35	0,29	0,27
Vulcabras	183,3	6,15	11,80	18,89	10,40	46,11
Cambuci	11,19	9,20	4,95	PL neg	PL neg	Não calculado

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Notas: PL neg = Patrimônio Líquido negativo.

Tabela 2 – Relação entre passivo oneroso e PL – 2012 a 2016.

Em decorrência da crise, as vendas da Grendene (Tabela 3) caíram de forma acentuada

¹⁵ Dívidas com custos explícitos.

durante os anos de 2014, 2015 e 2016. Isto fez com que o crescimento médio se situasse em apenas 0,4%, posicionando-se abaixo da Arezzo (5,6%) e da Alpargatas (2,6%).

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Arezzo	19,0	5,8	3,2	0,0	-0,1	5,6
Alpargatas	9,7	7,6	-5,3	10,4	-9,3	2,6
Grendene	19,2	9,8	-3,6	-7,3	-16,1	0,4
Cambuci	-6,6	-2,4	-5,4	-5,3	-12,7	-6,5
Vulcabrás	-8,0	-15,5	-9,8	-28,4	6,1	-11,1

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Tabela 3 – Variação das vendas líquidas em relação ao ano anterior – 2012 a 2016.

De forma natural, a queda nas vendas fez com que o giro do investimento na Grendene apresentasse também tendência de queda (Tabela 4). Como reflexo, durante o período de análise, em média, a Grendene girou o investimento apenas 0,85 vezes, estando assim significativamente abaixo das demais empresas.

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Cambuci	1,59	1,56	1,55	0,86	2,75	1,66
Arezzo	1,57	1,57	1,56	1,51	1,60	1,56
Vulcabrás	1,42	1,39	1,62	1,36	1,92	1,54
Alpargatas	1,53	1,43	1,31	1,55	1,53	1,47
Grendene	0,90	1,00	0,89	0,78	0,67	0,85

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Tabela 4 – Giro do investimento – 2012 a 2016.

No entanto, a desvalorização do real em relação ao dólar, tornou os produtos da indústria de calçados mais competitivos no mercado internacional. Isto fez com que a margem operacional na Grendene (Tabela 5) caminhasse no sentido inverso e apresentasse tendência crescente, especialmente em 2015 e 2016. Considerando os cinco períodos, a margem média apurada foi de 27,6%, muito superior a das demais empresas, sendo que as mais próximas são a Alpargatas, com 12,1% e a Arezzo, com 12,0%.

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Grendene	25,38	22,2	24,2	31,5	34,8	27,6
Alpargatas	11,5	12,6	12,8	10,6	12,7	12,1
Arezzo	12,34	12,6	11,8	12,4	11,0	12,0
Cambuci	-1,18	8,7	14,3	8,3	-0,1	6,0
Vulcabrás	-14,3	-3,0	1,2	4,7	10,4	-0,2

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Tabela 5 – Margem operacional – 2012 a 2016.

De acordo com a tabela 6, a combinação de queda nas vendas e margens elevadas favoreceu os investidores (sócios e credores) da Grendene, com retorno operacional (ROI) médio em 22,9%, superior ao obtido pela Arezzo, em 18,8% e Alpargatas, em 17,7%.

ROI	2012	2013	2014	2015	2016	Média	Desvio padrão
Grendene	22,84	22,3	21,7	24,5	23,3	22,9	1,0
Arezzo	19,37	19,8	18,4	18,8	17,5	18,8	0,8
Alpargatas	17,65	18,1	16,9	16,5	19,4	17,7	1,0
Cambuci	-1,88	13,5	22,2	15,3	-0,3	9,8	9,3
Vulcabrás	-20,4	-4,1	2,0	6,4	19,9	0,8	13,2

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Tabela 6 – Retorno operacional do investimento (ROI) – 2012 a 2016.

Para os acionistas, o retorno do PL é tido como o principal indicador, pois é resultado da combinação de estratégias de investimento (margem x giro) e financiamento (endividamento). Ao focar o retorno do PL e, adicionalmente, os demais indicadores, foi possível diferenciar empresas mais arriscadas das menos arriscadas. A Vulcabrás e a Cambuci se inserem no primeiro grupo: são empresas alavancadas, com participação expressiva dos passivos onerosos na estrutura de financiamento das empresas (Tabela 2), e com alta variabilidade nos resultados, prevalecendo na maioria das vezes rentabilidade negativa (Tabela 8). Por exemplo, a Cambuci, nos períodos de 2015 e 2016, encontrava-se em situação de passivo a descoberto.

No segundo grupo se inserem a Grendene, a Arezzo e a Alpargatas; são empresas com baixa alavancagem (Tabela 2), seguras para se investir, com retorno aos acionistas (retorno do PL) sempre positivo e com pouca oscilação. Dentre estas, a Grendene foi a que mais se destacou, com o retorno do PL médio, em 21,23%, acima da Arezzo, com 19,82%, e da Alpargatas, com 15,68%. Além disso, foi a empresa com menor variabilidade para este

indicador, tendo coeficiente de variação¹⁶ em 2,31% acima e abaixo da média (Tabela 7). Com base neste indicador, é possível concluir que a Grendene foi a empresa mais segura e a mais rentável para se investir, tendo a melhor combinação entre risco e retorno.

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	Média	dp	cv
Grendene	22,01	20,99	20,85	20,61	21,70	21,23	0,49	2,31%
Arezzo	21,34	21,49	19,57	19,37	17,34	19,82	1,38	6,96%
Alpargatas	16,89	16,89	13,64	13,63	17,35	15,68	1,53	9,76%
Vulcabrás	-5451,53	-94,91	-119,32	-139,62	68,81	-1147,31	1965,75	171,33%
Cambuci	-195,53	1,86	45,51	PL neg	PL neg	Não calculado	Não calculado	Não calculado

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CVM.

Notas: dp = desvio padrão; cv = coeficiente de variação.

Tabela 7 – Retorno do PL – 2012 a 2016.

Empresa	capital inicial	2012		2013		2014		2015		2016		var % a 2016	Rent média (%)
		var %	mont 1	var %	mont 2	var %	mont 3	var %	mont 4	var %	mont 5		
Grendene	100	127,13	227,13	15,95	263,36	-11,65	232,68	15,61	269,00	10,97	298,51	198,51	39,70
Arezzo	100	72,95	172,95	-23,15	132,91	-6,65	124,07	-20,66	98,44	25,28	123,33	23,33	4,67
Alpargatas	100	35,47	135,47	4,52	141,59	-42,12	81,95	23,41	101,14	15,57	116,89	16,89	3,38
Vulcabrás	100	-42,27	57,73	53,56	88,65	-53,85	40,91	53,33	62,73	30,43	81,82	-18,18	-3,64
Cambuci	100	-25,82	74,18	6,32	78,87	-28,23	56,60	-34,67	36,98	-48,99	18,86	-81,14	-16,23

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da BM&FBOVESPA.

Notas: var=variação; mont=montante; rent=rentabilidade.

Tabela 8 – Retorno¹⁷ do investimento em ações – 2012 a 2016.

De acordo com a tabela 8, o melhor desempenho da Grendene, com base nos indicadores contábeis, se refletiu também no mercado de ações. Os detentores de ações da Grendene foram beneficiados durante o período de análise com um retorno médio de 39,70%, significativamente superior ao obtido na Arezzo, de 4,67% e, na Alpargatas de 3,38%. Já os detentores de ações da Vulcabrás e da Cambuci, apresentaram rentabilidade negativa durante o período de análise.

¹⁶ Consiste em uma medida de dispersão relativa que é útil na comparação dos riscos de ativos com diferentes retornos esperados. (GITMAN, 2010)

¹⁷ Foi calculado considerado: (a) a variação no preço das ações; e (b) o fluxo de dividendos e juros s/capital próprio.

4.6 IDENTIFICAÇÃO DE TENDÊNCIAS

Nos primeiros meses de 2017 (Tabela 9), o ambiente econômico brasileiro apresentou tendência de melhora, com quedas consistentes: (a) nas taxas acumuladas de inflação, (b) nas taxas de juros selic e (c) no risco país. Isto se refletiu favoravelmente na atividade econômica agregada, conforme comportamento do PIB (site do IBGE¹⁸), que teve alta de 0,2% de abril a junho de 2017, frente aos três meses anteriores. Em relação ao mesmo período do ano anterior, a economia avançou 0,3%.

	Dez/16	Jan/17	Fev/17	Mar/17	Abr/17	Mai/17	Jun/17	Jul/17	Ago/17
Inf. acum (% a.a.)	6,28	5,35	4,75	4,57	4,08	3,59	2,99	2,71	
Juros Selic (% a.a.)	13,65	12,90	12,15	12,15	11,15	11,15	10,15	9,15	9,15
Risco país (em pontos)	328	289	277	270	263	284	289	267	272
Real/dólar	3,35	3,19	3,10	3,12	3,13	3,20	3,29	3,20	

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* do IPEA.

Tabela 9 – Comportamento dos indicadores macroeconômicos – dez/2016 a ago/2017

O setor de calçados também se beneficiou. De acordo com a tabela 10, com exceção do giro do investimento¹⁹, o setor evoluiu em todos os demais indicadores. A margem operacional cresceu de 15,78% para 19,23%. A combinação de queda nas vendas e margem operacional crescente proporcionou aumento no ROI de 9,02% para 10,41%. E a redução no custo do passivo oneroso, de 14,08% para 9,57%, refletiu-se: (a) na melhora da margem líquida de 10,63% para 15,89%, e (b) no retorno do capital próprio investido, de 7,68% para 10,60%.

	Jan/jun-2016	Jan/jun-2017
Variação receita líquida (em %)		-2,81
Giro do investimento	0,57	0,54
Margem operacional (em %)	15,78%	19,23%
ROI (em %)	9,02%	10,41%
Passivo oneroso/PL	0,26	0,23
Custo do passivo oneroso (em %)	14,08%	9,57%
Margem Líquida (em %)	10,63%	15,89%
Retorno do PL (em %)	7,68%	10,60%

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CMV.

Tabela 10 - Números da indústria de calçados - jan a set/2016

¹⁸ Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

¹⁹ Em função da queda das vendas em 2,81%

A melhora verificada no desempenho do setor se refletiu praticamente em todas as empresas, especialmente no retorno do capital próprio investido. No entanto, ao realizar comparações (Tabela 11), a Vulcabrás foi a que mais se destacou. O crescimento real das vendas, em 13,14%, fez com que o giro do investimento evoluísse de 0,88 para 1,05. A margem operacional também cresceu de 9,28% para 19,33%. Assim, a combinação de giro e margem crescente propiciou um aumento significativo no ROI de 8,15% para 20,20%. Já, a elevada alavancagem financeira, favorecida pela expressiva diferença entre o ROI (20,20%) e o custo do passivo oneroso (8,74%), ampliou os ganhos dos acionistas da Vulcabrás, para 59,86%, significativamente superior ao obtido no primeiro semestre do ano anterior.

	Período	Alpargatas	Arezzo	Cambuci	Grendene	Vulcabrás
Var vendas líq (em %)	1. sem/16-17	-19,30	9,86	-4,85	4,52	13,14
Giro do investimento	1. sem/2016	0,75	0,71	1,38	0,29	0,88
	1. sem/2017	0,59	0,79	1,40	0,31	1,05
Margem operacional (em %)	1. sem/2016	12,68	9,32	4,46	32,45	9,28
	1. sem/2017	17,27	10,88	6,97	29,86	19,33
ROI (em %)	1. sem/2016	9,57	6,65	6,18	9,40	8,15
	1. sem/2017	10,24	8,63	9,74	9,20	20,20
Passivo oneroso/PL	1. sem/2016	0,29	0,16	indet	0,04	10,40
	1. sem/2017	0,26	0,16	indet	0,04	3,46
Custo passivo oneroso (em %)	1. sem/2016	14,01	6,31	15,64	43,24	8,50
	1. sem/2017	9,40	6,02	9,67	16,63	8,74
Retorno do PL (em %)	1. sem/2016	8,29	6,70	indet	7,95	4,51
	1. sem/2017	10,45	9,05	indet	8,89	59,86

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da CMV.

Notas: sem=semestre; indet=indeterminado

Tabela 11 – Comparativo dos indicadores econômicos entre o 1. Sem/2017 e o 1. Sem/2016

Durante os primeiros meses de 2017 houve melhoria: (a) no ambiente econômico brasileiro (Tabela 9) e (b) no desempenho das empresas (Tabelas 10 e 11), refletindo-se assim na valorização das ações negociadas em bolsa (Tabela 12), com destaque para as da Vulcabrás, com variação de 279,17%, vindo logo a seguir: Arezzo, com 85,34% e Grendene, com 60,02%. Ao considerar todo o período de estudo (de 2012 a 2017, sendo que este último contemplou apenas os primeiros oito meses), a Grendene se destacou com rentabilidade média de 62,95% (Tabela 12), vindo logo a seguir: a Vulcabrás, com 35,04%, a Arezzo com 21,43% e a Alpargatas, com 12,10%.

Empresa	capital inicial	var % 2012 a 2016	montante 1	var % de 01 de jan até 04/09/2017	montante 2	var % 2012 a 04/09/2017	Rent média (%)
Grendene	100	198,51	298,51	60,02	477,67	377,67	62,95
Vulcabras	100	-18,18	81,82	279,17	310,23	210,23	35,04
Arezzo	100	23,33	123,33	85,34	228,57	128,57	21,43
Alpagartas	100	16,89	116,89	47,64	172,57	72,57	12,10
Cambuci	100	-81,14	18,86	59,57	30,09	-69,01	-11,50

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizados no *site* da BM&FBOVESPA.

Notas: var=variação; rent=rentabilidade

Tabela 12 – Retorno do investimento em ações – 2012 a 04/09/2017

	2015	2016	2017*	2018*	2019*
IPCA (% ano)	10,67	6,30	3,40	4,20	4,20
Juros Selic (% ano fim de período)	14,25	13,75	7,30	7,40	8,30
Câmbio (R\$/dólar fim de período)	3,96	3,30	3,20	3,30	3,40
Pib-Brasil (variação % ano)	-3,80	-3,60	0,50	2,10	2,50
Indústria (%)	-6,50	-3,80	0,10	2,10	2,30

Fonte: Elaborado pelos autores, com dados disponibilizado no *site* da DEPEC.

Notas: *=projetado

Tabela 13 – Projeções macroeconômicas

As tendências de queda nos índices de inflação e nas taxas de juros verificadas nos primeiros meses de 2017 (Tabela 9) são consolidadas nas projeções macroeconômicas para os períodos de 2018 e 2019 (Tabela 13). Além disso, é projetada taxa de câmbio ao redor de R\$ 3,30. Este contexto favorece a atividade econômica, com projeções de crescimento: (a) da indústria, de 0,10% em 2017, 2,10% em 2018 e 2,30% em 2019; e (b) do PIB, de 0,50% em 2017, 2,10% em 2018 e 2,50% em 2019. É natural que a melhoria de desempenho no agregado se reflita para as empresas do setor calçadista.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou o comportamento de indicadores de rentabilidade em empresas brasileiras de capital aberto do setor de calçados, após instalação das crises econômicas, tendo como objetivos específicos identificar: (a) as empresas mais e menos rentáveis; (b) as empresas que apresentam a melhor combinação risco/retorno; e (c) as tendências futuras.

A crise instalada no país propiciou às empresas efeitos tanto negativos (pela desaceleração da atividade econômica interna), como positivos (pela depreciação da moeda local em relação a moeda americana, que tornaram os produtos da indústria calçadista mais competitivos no mercado internacional). Pelos números, prevaleceram os efeitos positivos,

pois o conjunto de empresas calçadistas reagiu positivamente à crise, com indicadores de rentabilidade sempre crescentes, tanto no que se refere ao retorno operacional do investimento (ROI), como ao retorno dos acionistas (retorno do PL).

Ao focar o retorno do PL²⁰ e, adicionalmente, os demais indicadores, foi possível diferenciar empresas mais arriscadas das menos arriscadas. A Vulcabrás e a Cambuci se inserem no primeiro grupo: são empresas alavancadas, com participação expressiva dos passivos onerosos na estrutura de financiamento das empresas, e com alta variabilidade nos resultados.

No segundo grupo se inserem a Grendene, a Arezzo e a Alpargatas; são empresas com baixa alavancagem, seguras para se investir, com retorno aos acionistas (retorno do PL) sempre positivo e com pouca oscilação. Dentre estas, a Grendene foi a que mais se destacou, com o retorno do PL médio, em 21,23%, acima da Arezzo, com 19,82%, e da Alpargatas, com 15,68%. Além disso, foi a empresa com menor variabilidade para este indicador, tendo coeficiente de variação em 2,31%. Com base neste indicador, é possível concluir que a Grendene foi a empresa mais segura e a mais rentável para se investir, tendo a melhor combinação entre risco e retorno.

O melhor desempenho da Grendene, com base nos indicadores contábeis, se refletiu também no mercado de ações. Os detentores de ações da Grendene foram beneficiados durante o período de análise (incluindo o primeiro semestre de 2017) com um retorno médio de 60,02%, vindo logo a seguir a Vulcabrás, com 35,04%, a Arezzo com 21,43% e a Alpargatas, com 12,10%.

As tendências de queda nos índices de inflação e nas taxas de juros verificadas nos primeiros meses de 2017 já se refletiram positivamente nos resultados das empresas. Tais tendências se consolidam nas projeções macroeconômicas para os períodos de 2018 e 2019 (Tabela 13). Além disso, é projetada taxa de câmbio ao redor de R\$ 3,30. Este contexto favorece a atividade econômica, com projeções de crescimento: (a) da indústria, de 0,10% em 2017, 2,10% em 2018 e 2,30% em 2019; e (b) do PIB, de 0,50% em 2017, 2,10% em 2018 e 2,50% em 2019. É natural que a melhoria de desempenho no agregado se reflita para as empresas do setor calçadista.

Os resultados deste estudo sugerem: (a) trabalhos mais aprofundados sobre empresas que se destacaram neste estudo; e trabalhos, seguindo o mesmo enfoque, que envolvam outros setores da economia.

²⁰ Considerado pelos acionistas como o principal indicador, pois é resultado da combinação de estratégias de investimento (margem x giro) e financiamento (endividamento)

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: em enfoque econômico-financeiro**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INDÚSTRIAS DE CALÇADOS (ABICALÇADOS). **Relatório Setorial**. Disponível em: <http://www.abicalcados.com.br/>. Acesso em 28 de agosto de 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Risco-país**. Série: Perguntas Mais Frequentes, 2016. Disponível: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2009-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>. Acesso em 05 de agosto de 2017.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia: teoria e política econômica**. Tradução [da 2 ed. original] de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

BMFBOVESPA. **Estatísticas históricas**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em 05 de setembro de 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Consulta de documentos de companhias abertas**. Disponível em <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDoc>. Acesso em 03 de setembro de 2017.

CAGNIN, Rafael Fagundes *et al.* **A Gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012) NOVOS ESTUDOS – CEBRAP**. pp. 169-185. 97, novembro 2013.

DEPARTAMENTO DE PESQUISAS E ESTUDOS ECONÔMICOS (DEPEC/BRADESCO). **Expectativas de Mercado – Banco Central Focus**. Disponível em: <https://www.economiaemdia.com.br>. Acesso em 04 de setembro de 2017.

DEPARTAMENTO DE PESQUISAS E ESTUDOS ECONÔMICOS (DEPEC/BRADESCO). **Informações setoriais**. Disponível em: <https://www.economiaemdia.com.br>. Acesso em 04 de setembro de 2017.

FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. Tradução de Esther E. H. Herskovitz, Cecília C. Bartalotti. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

GITMAN, Laurence J. **Princípios de Administração Financeira**. Tradução: Allan Vidigal Hastings. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração Financeira: uma abordagem gerencial**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

GORDON, Robert J. **Macroeconomia**. Tradução de Eliane Kanner. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HERCOS Jr., J. B.; KRETZER, J.; ALVES, A. F.; IGARASHI, D. C. C.; IGARASHI, W. **Adoção de Estratégias e o impacto sobre os indicadores econômicos /financeiros: Um Estudo de caso na Cia Hering S.A.** Revista Organização Sistêmica, vol.4 n.2, jul/dez 2013.

HIGGINS, Robert C. **Análise para Administração Financeira**. Tradução Allan Vidigal

Hastings. 8. ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Interamericana do Brasil, 2007.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Indicadores macroeconômicos**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em 01 de setembro de 2017.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. Tradução e revisão técnica de Teresa Cristina Padilha de Souza. 7. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2010.

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

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

MAYO, Herbert B. **Finanças básicas**. Tradução: Antonio Tibúrcio da Cunha Gomes Carneiro. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social: Métodos e técnicas**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROCHA, Ricardo Humberto. **A Política de Hedge e o Tratamento do risco nas empresas não-financeiras**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2006.