

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO

**ADRIANO JOSÉ AZEREDO**

**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE INDÚSTRIAS  
CALÇADISTAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE  
2000 A 2006**

São Leopoldo

2008

**ADRIANO JOSÉ AZEREDO**

**DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE INDÚSTRIAS  
CALÇADISTAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE  
2000 A 2006**

Dissertação apresentada à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Antonio de Souza

São Leopoldo

2008

ADRIANO JOSÉ AZEREDO

DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE INDÚSTRIAS CALÇADISTAS  
BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE 2000 A 2006

Dissertação apresentada à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em 29 de agosto de 2008.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Anisio Candido Pereira – Centro Universitário Álvares Penteado

---

Prof. Dr. Carlos Alberto Diehl – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

---

Prof. Dr. Ernani Ott – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Marcos Antonio de Souza  
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Visto e permitida a impressão  
São Leopoldo,

Prof. Dr. Ernani Ott  
Coordenador Executivo PPG em Ciências Contábeis

## AGRADECIMENTOS

A opção pelo aprendizado e novos desafios, em momento algum é tarefa fácil. Para cada nova escolha é inevitável a renúncia de prazeres, e tantos outros planejamentos têm sua realização adiada. Porém, jamais um sonho deixará de se transformar em meta e de meta em realidade com tantas e tão especiais pessoas nos apoiando. Algumas delas recebem aqui os meus agradecimentos.

Agradeço a Deus e a Nossa Senhora, pelo dom da vida e da sabedoria, pelo auxílio nas minhas escolhas e por alumiar os caminhos sem que eu precise pedir.

Agradeço também às pessoas que são essenciais em minha vida. À minha esposa Ermides, incondicionalmente ao meu lado, pelo amor, carinho, compreensão, motivação e palavras de admiração. Aos meus pais Alcides e Jurema, pelo amor, pela educação, pelos valores essenciais que me transmitiram e pelo apoio incondicional. A minha irmã Adriane e sua família, pela motivação, apoio e compreensão da ausência. Aos demais familiares que sempre transmitiram incentivos.

Meus agradecimentos aos amigos e colegas de mestrado das Turmas 2005, 2006 e 2007, dos cursos de Contábeis e Administração, pela amizade e companheirismo ao longo da caminhada. Em especial ao André, Angelita, Araceli, Cristiane, Dalva, Eduardo, Giovanni, Jadir, Rodrigo e Rolf da Turma de Contábeis 2006, pela troca de idéias, experiências e pela vontade de vencer juntos.

Ao professor Dr. Marcos Antonio de Souza pela pertinência de suas ponderações, pela orientação e pelo apoio recebido ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

A UNISINOS, aos professores, pelo aprendizado, pela oportunidade de debater idéias e de buscar respostas para meus questionamentos e as grandes amigas da secretaria do PPG, pela prontidão em todas as ocasiões.

A empresa Baldo S/A pelo auxílio recebido, pelo apoio de seus dirigentes, pela amizade e incentivo dos colegas de trabalho. Em especial ao diretor e amigo, Leandro Beninho Gheno.

Aos amigos e colegas da UNIVATES, pelo estímulo e incentivo recebido.

Aos demais amigos, pessoas e instituições que colaboraram para o desenvolvimento deste trabalho e que de alguma forma fizeram a diferença nesta longa caminhada.

A todos o meu muito obrigado!

*“Bom mesmo é ir a luta com determinação,  
abraçar a vida com paixão,  
perder com classe e vencer com ousadia,  
pois o triunfo pertence a quem mais se atreve.  
E a vida é muito curta para ser insignificante.”*

Charles Chaplin

## RESUMO

O objetivo do estudo é a avaliação do desempenho econômico e financeiro de empresas calçadistas brasileiras. O estudo contextualiza-se no ambiente caracterizado a partir dos anos 1980, quando o mercado competitivo ultrapassou as fronteiras domésticas, exigindo das empresas maior eficiência na gestão de suas atividades, tendo na contabilidade uma das fontes de informações necessárias para orientar a adequada utilização dos recursos. A pesquisa se caracteriza como de natureza exploratória, quantitativa e documental. Para o desenvolvimento do estudo coletaram-se demonstrações contábeis correspondentes aos anos de 2000 a 2006 e relativas a 15 indústrias do setor calçadista brasileiro localizadas nas regiões Sul, Sudeste e Nordeste. O estudo, com base em 30 indicadores selecionados, possibilitou a análise do conjunto das empresas, por meio do índice-padrão de cada indicador. Em seguida, efetuou-se a análise dos indicadores por empresa. Visando testar o significado dos resultados da análise, foram aplicadas as técnicas do valor típico (valor médio dos coeficientes) como medida comparativa dos índices-padrão e testes de correlação estatística. Após a análise, elaborou-se o *ranking* das empresas por meio da metodologia criada pela publicação Exame Melhores e Maiores. Os resultados da análise dos índices-padrão indicam estabilidade na liquidez das empresas, melhora nos índices de solvência e redução do endividamento, característico de curto prazo. A atividade operacional apresenta queda nas vendas líquidas em contrapartida do aumento nos prazos médios de estocagem e de recebimento. Por conseguinte, houve redução nas margens de lucratividade e de rentabilidade, refletindo na queda do giro dos ativos e das taxas de crescimento com recursos próprios. Para compensar os prejuízos operacionais as empresas recorreram a ganhos no mercado financeiro, que propiciaram resultados líquidos positivos. No *ranking* das empresas examinadas, Dilly Nordeste S/A e São Paulo Alpargatas S/A apresentam-se em 1º e 2º lugar, respectivamente, na classificação geral do período de 2000 a 2006.

Palavras-chave: Análise; Indústria Calçadista; Demonstrações contábeis; Desempenho econômico-financeiro; Indicadores; Índices-padrão; *Ranking*.

## ABSTRACT

The objective of this study is to evaluate the economic and financial performance of the Footwear Industry from the 1980's on, when the competitive market crossed the domestic frontier, demanding more efficiency from shoemaking companies regarding the management of their activities. Within this context, accountancy is seen as one of the necessary information sources to guide the proper use of resources. The study is exploratory, quantitative and documental in nature. Statements of financial accounting from 15 Brazilian shoemaking companies located in the South, Southeast and Northeast regions were collected from the year 2000 to 2006. The study was based on 30 selected indexes, which made possible to analyze the group of companies by the standard-index of each indicator. Following that, the index analysis of each company was made. In order to check the analysis results, typical value techniques were used as a comparative measure of the standard indexes and the statistical correlation tests. The companies ranking was set afterwards, according to the methodology designed by the Brazilian magazine *Exame Melhores e Maiores*. Standard indexes data analysis points to stability regarding the companies' liquidity, improvement in the solvency indexes and decrease in debt, which is a typical short-term feature. Operational activity presents a fall in net sales, in opposition to the increase in the inventory turnover and accounts receivable turnover. Consequently, there has been a decrease in the profit and profitability margins, reflecting in a fall of the assets turnover, as well as of the growth rates with the companies' own resources. In order to compensate for operational debts, companies resort to gains in the financial market, which brought liquid positive results. Within the chosen companies ranking, Dilly Nordeste S/A and São Paulo Alpargatas are in the 1<sup>st</sup> and 2<sup>nd</sup> places, respectively, in the general classification from the year 2000 to 2006 period.

Keywords: analysis; footwear industry; shoemakers; financial accounting statement; economic-financial performance; indicators; standard index; ranking.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: A avaliação de desempenho no processo de gestão.....	22
Figura 2: O processo de avaliação de desempenho.....	24
Figura 3: Diferentes necessidades de indicadores.....	26
Figura 4: Visão integrada do papel dos indicadores no processo decisório.....	27
Figura 5: Níveis da análise de desempenho econômico-financeiros das empresas.....	29
Figura 6: Ciclos da empresa.....	37
Figura 7: Sistema DuPont.....	48
Figura 8: Efeito tesoura.....	57
Figura 9: Descrição básica da cadeia coureiro-calçadista.....	80
Figura 10: Evolução da produção, da exportação, da importação e do consumo aparente de calçados do Brasil: 1997-2006.....	84
Figura 11: Desembolso do Sistema BNDES ao Setor Calçadista (R\$ em milhões).....	87
Figura 12: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução das exportações brasileiras de calçados (R\$ bilhões) no período 1997-2006.....	93
Figura 13: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução das exportações brasileiras de calçados (US\$ bilhões) no período 1997-2006.....	93
Figura 14: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução do preço médio unitário (US\$) do calçado exportado no período 1997-2006.....	94
Figura 15: Evolução da produção brasileira de calçados comparada ao crescimento do PIB Brasil e do PIB indústria no período de 1997-2006.....	94
Figura 16: Representatividade de Brasil, China e Indonésia na importação norte-americana de calçados no período 1981-2006.....	96
Figura 17: Variação da produção, exportação e consumo de calçados - 1997-2005.....	99
Figura 18: Tamanho do mercado mundial de calçados 2001-2011.....	102
Figura 19: Intervalos de classificação dos coeficientes de correlação.....	118
Figura 20: Liquidez corrente por empresa.....	172
Figura 21: Liquidez geral por empresa.....	173
Figura 22: Variação do estoque de liquidez por empresa.....	174
Figura 23: Prazo médio de estocagem por empresa.....	175
Figura 24: Prazo médio de recebimento por empresa.....	176
Figura 25: Margem bruta por empresa.....	177
Figura 26: Margem operacional por empresa.....	178
Figura 27: Margem líquida por empresa.....	179
Figura 28: Retorno sobre o ativo por empresa.....	181
Figura 29: Retorno sobre o patrimônio líquido por empresa.....	182
Figura 30: Índice de desempenho empresarial por empresa.....	183
Figura 31: Valor econômico agregado por empresa.....	184
Figura 32: <i>Cash flow</i> por empresa.....	185
Figura 33: Margem do EBITDA por empresa.....	186
Figura 34: Índice de cobertura de juros por empresa - EBITDA.....	187
Figura 35: Composição do endividamento por empresa.....	189
Figura 36: Dependência financeira por empresa.....	190
Figura 37: Participação do capital de terceiros por empresa.....	191
Figura 38: Giro do ativo por empresa.....	192
Figura 39: Imobilização do patrimônio líquido por empresa.....	193
Figura 40: Imobilização dos recursos não correntes por empresa.....	194
Figura 41: Grau de alavancagem financeira por empresa.....	196

Figura 42: Grau de alavancagem operacional por empresa.....	197
Figura 43: Grau de alavancagem total por empresa .....	198
Figura 44: Efeito tesoura por empresa.....	200
Figura 45: Índice de cobertura de juros por empresa .....	201
Figura 46: Coeficiente de <i>overtrading</i> por empresa.....	202
Figura 47: Capital de giro por empresa .....	203
Figura 48: Taxa de crescimento sustentável por empresa .....	204
Figura 49: Previsão de insolvência por empresa .....	205
Figura 50: Comparativo dos resultados das correlações positivas e inversas dos índices-padrão do período 2000 a 2006 .....	206

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Comparativo de significações de econômico e financeiro e demonstrações contábeis correspondentes .....	31
Quadro 2: Modelo de padronização do Balanço Patrimonial.....	35
Quadro 3: Modelo de padronização da DRE.....	36
Quadro 4: Modelo de padronização da DOAR .....	36
Quadro 5: Modelo de padronização da DLPA .....	37
Quadro 6: Indicadores de liquidez.....	41
Quadro 7: Indicadores de atividade.....	43
Quadro 8: Indicadores de lucratividade.....	44
Quadro 9: Indicadores de rentabilidade e retorno .....	47
Quadro 10: Indicadores do EBITDA.....	50
Quadro 11: Indicadores de endividamento.....	52
Quadro 12: Indicadores de estrutura.....	54
Quadro 13: Indicadores de alavancagem.....	55
Quadro 14: Demais indicadores .....	59
Quadro 15: Exemplo de critério de análise comparativa com decis.....	63
Quadro 16: Exemplo de critério de análise comparativa com quartis.....	63
Quadro 17: Indicadores utilizados em modelos de insolvência .....	66
Quadro 18: Teses e dissertações sobre o setor calçadista.....	70
Quadro 19: Revistas de avaliação de desempenho de empresas publicadas no Brasil.....	72
Quadro 20: Critérios de classificação das empresas utilizados pelas revistas especializadas em negócios.....	75
Quadro 21: Outros estudos de classificação de empresas .....	77
Quadro 22: Amostra selecionada.....	111
Quadro 23: Empresas listadas nas revistas de <i>ranking</i> com publicação no Brasil.....	111
Quadro 24: Modelo da padronização do Balanço Patrimonial.....	113
Quadro 25: Modelo da padronização da Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados .....	114
Quadro 26: Indicadores econômico-financeiros.....	115
Quadro 27: Metodologia de classificação de empresas utilizada pela revista Exame Melhores e Maiores .....	119

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Empresas calçadistas por estados no ano de 2005.....	82
Tabela 2: Evolução da produção, da exportação, da importação e do consumo aparente de calçados do Brasil: 1997-2006 (em milhões de pares).....	83
Tabela 3: Exportação Brasileira de Calçados: 1997 a 2006.....	84
Tabela 4: Exportação Brasileira de Calçados – Região Sul: 1997 a 2006.....	86
Tabela 5: Exportação Brasileira de Calçados – Região Sudeste: 1997 a 2006.....	86
Tabela 6: Exportação Brasileira de Calçados – Região Nordeste: 1997 a 2006.....	87
Tabela 7: Empresas produtoras de calçados por região: 1997-2006.....	88
Tabela 8: Empregos gerados pelo setor calçadista por região: 1997-2006.....	88
Tabela 9: Principais produtores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões).....	98
Tabela 10: Principais exportadores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões).....	98
Tabela 11: Principais consumidores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões).....	98
Tabela 12: Importação norte-americana de calçados por país de origem selecionado - classificação pelo montante de valor importado: 1997 a 2006 (US\$ mil).....	99
Tabela 13: Importação norte-americana de calçados por país de origem selecionado - classificação por quantidade de pares importados: 1997 a 2006 (pares mil).....	99
Tabela 14: Projeção da demanda mundial de calçados 2005-2011 (pares bilhões).....	103
Tabela 15: Variação do IPCA-IBGE acumulado 12 meses no período de 2000-2006.....	115
Tabela 16: Pesos utilizados para a classificação das empresas.....	119
Tabela 17: Indicadores de desempenho da Calçados Andreza S/A.....	124
Tabela 18: Indicadores de desempenho da Calçados Azaléia S/A.....	127
Tabela 19: Indicadores de desempenho da Calçados Beira Rio S/A.....	130
Tabela 20: Indicadores de desempenho da Dilly Nordeste S/A.....	133
Tabela 21: Indicadores de desempenho da Calçados Fillis S/A.....	136
Tabela 22: Indicadores de desempenho da Calçados Jacob S/A.....	139
Tabela 23: Indicadores de desempenho da Calçados Sândalo S/A.....	142
Tabela 24: Indicadores de desempenho da Cambuci S/A.....	145
Tabela 25: Indicadores de desempenho da Daiby S/A.....	148
Tabela 26: Indicadores de desempenho da Dakota S/A.....	151
Tabela 27: Indicadores de desempenho da Dakota Nordeste S/A.....	154
Tabela 28: Indicadores de desempenho da Grendene S/A.....	157
Tabela 29: Indicadores de desempenho da São Paulo Alpargatas S/A.....	160
Tabela 30: Indicadores de desempenho da Vulcabrás S/A.....	163
Tabela 31: Indicadores de desempenho da Vulcabrás do Nordeste S/A.....	165
Tabela 32: Liquidez corrente.....	171
Tabela 33: Liquidez geral.....	172
Tabela 34: Variação do estoque de liquidez.....	173
Tabela 35: Prazo médio de estocagem.....	175
Tabela 36: Prazo médio de recebimento.....	176
Tabela 37: Margem bruta.....	177
Tabela 38: Margem operacional.....	178
Tabela 39: Margem líquida.....	179
Tabela 40: Retorno sobre o ativo.....	180
Tabela 41: Retorno sobre o patrimônio líquido.....	181
Tabela 42: Índice de desempenho empresarial.....	182
Tabela 43: Valor econômico agregado.....	183
Tabela 44: <i>Cash flow</i> .....	185

Tabela 45: Margem do EBITDA .....	186
Tabela 46: Índice de cobertura de juros - EBITDA.....	187
Tabela 47: Composição do endividamento .....	188
Tabela 48: Dependência financeira .....	189
Tabela 49: Participação do capital de terceiros .....	190
Tabela 50: Giro do ativo .....	192
Tabela 51: Imobilização do patrimônio líquido .....	193
Tabela 52: Imobilização dos recursos não correntes .....	194
Tabela 53: Grau de alavancagem financeira.....	195
Tabela 54: Grau de alavancagem operacional.....	197
Tabela 55: Grau de alavancagem total .....	198
Tabela 56: Efeito tesoura .....	199
Tabela 57: Índice de cobertura de juros .....	200
Tabela 58: Coeficiente de <i>overtrading</i> .....	202
Tabela 59: Capital de giro .....	203
Tabela 60: Taxa de crescimento sustentável .....	204
Tabela 61: Previsão de insolvência .....	205
Tabela 62: Classificação das empresas por crescimento em vendas .....	209
Tabela 63: Classificação das empresas por investimento no imobilizado.....	209
Tabela 64: Classificação das empresas por liderança de mercado .....	210
Tabela 65: Classificação das empresas por liquidez corrente .....	211
Tabela 66: Classificação das empresas por retorno sobre o patrimônio líquido .....	211
Tabela 67: Classificação geral das empresas por ano.....	212
Tabela 68: Classificação geral das empresas.....	212

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>14</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA .....	14
1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA .....	16
1.3 OBJETIVOS .....	17
1.3.1 Objetivo Geral .....	17
1.3.2 Objetivos Específicos .....	17
1.4 JUSTIFICATIVA .....	18
1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	20
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	21
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>22</b>
2.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO .....	22
2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS .....	27
2.2.1 Usuários da Análise das Demonstrações Contábeis .....	32
2.2.2 Padronização das Demonstrações Contábeis.....	33
2.2.3 Conceito e Cálculo dos Indicadores Econômico-Financeiros .....	38
2.2.3.1 Indicadores de liquidez.....	40
2.2.3.2 Indicadores de atividade .....	42
2.2.3.3 Indicadores de lucratividade.....	43
2.2.3.4 Indicadores de rentabilidade e retorno .....	44
2.2.3.5 Correlação entre indicadores de lucratividade e rentabilidade.....	47
2.2.3.6 Indicadores do EBITDA.....	49
2.2.3.7 Indicadores de endividamento .....	50
2.2.3.8 Indicadores de estrutura.....	52
2.2.3.9 Indicadores de alavancagem.....	54
2.2.3.10 Correlação entre liquidez, rentabilidade e endividamento .....	56
2.2.3.11 Demais indicadores .....	57
2.2.4 Índices-padrão .....	60
2.2.4.1 Determinação dos índices-padrão.....	62
2.3 MODELOS DE PREVISÃO DE INSOLVÊNCIA.....	64
2.4 PESQUISAS ACADÊMICAS SOBRE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DO SETOR CALÇADISTA.....	67
2.5 REVISTAS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE EMPRESAS.....	72
2.6 OUTROS ESTUDOS SOBRE CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS .....	76
2.7 SETOR CALÇADISTA BRASILEIRO.....	78
2.7.1 Evolução do Setor Calçadista Brasileiro .....	78
2.7.2 Produção, Comercialização e Distribuição dos Calçados .....	80
2.7.3 O Mercado de Calçados.....	82
2.7.4 Migração da Indústria Calçadista Brasileira para a Região Nordeste .....	85
2.7.5 Concorrência Externa .....	90
2.7.6 Tendências do Mercado Global.....	102
2.7.6.1 Tendências nos Estados Unidos .....	103
2.7.6.2 Tendências no Reino Unido .....	104
2.7.6.3 Tendências na China.....	104
2.7.6.4 Tendências na França .....	104
2.7.6.5 Tendências na Alemanha.....	105
2.7.6.6 Tendências na Rússia.....	105
2.7.6.7 Tendências na Índia .....	105

2.7.6.8 Tendências na Coréia do Sul .....	106
2.7.7 As tendências e o Brasil.....	106
<b>3 MÉTODO DE PESQUISA .....</b>	<b>108</b>
3.1 MÉTODO CIENTÍFICO.....	108
3.2 MÉTODO QUE INDICA OS MEIOS TÉCNICOS DE INVESTIGAÇÃO.....	108
3.3 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	109
3.3.1 Quanto à Natureza .....	109
3.3.2 Quanto à Abordagem do Problema .....	109
3.3.3 Quanto aos Objetivos .....	109
3.3.4 Quanto aos Procedimentos Técnicos.....	110
3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	110
3.5 COLETA DOS DADOS.....	112
3.6 TRATAMENTO DOS DADOS .....	112
3.7 ANÁLISE DOS DADOS .....	117
3.8 LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	120
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>123</b>
4.1 ANÁLISE INDIVIDUAL POR EMPRESA .....	123
4.1.1 Calçados Andreza S/A.....	123
4.1.2 Calçados Azaléia S/A .....	127
4.1.3 Calçados Beira Rio S/A.....	130
4.1.4 Dilly Nordeste S/A .....	133
4.1.5 Calçados Fillis S/A .....	136
4.1.6 Calçados Jacob S/A .....	139
4.1.7 Calçados Sândalo S/A .....	142
4.1.8 Cambuci S/A .....	145
4.1.9 Daiby S/A .....	148
4.1.10 Dakota S/A .....	151
4.1.11 Dakota Nordeste S/A.....	154
4.1.12 Grendene S/A .....	157
4.1.13 São Paulo Alpargatas S/A .....	160
4.1.14 Vulcabrás S/A.....	163
4.1.15 Vulcabrás do Nordeste S/A .....	165
4.2 ANÁLISE DAS EMPRESAS POR GRUPO DE INDICADORES.....	169
4.2.1 Indicadores de liquidez.....	171
4.2.2 Indicadores de atividade .....	174
4.2.3 Indicadores de lucratividade.....	176
4.2.4 Indicadores de rentabilidade e retorno.....	180
4.2.5 Indicadores do EBITDA.....	184
4.2.6 Indicadores de endividamento .....	188
4.2.7 Indicadores de estrutura.....	191
4.2.8 Indicadores de alavancagem.....	195
4.2.9 Demais indicadores.....	199
4.2.10 Aplicação da análise de correlação aos indicadores .....	206
4.3 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS .....	207
<b>5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>214</b>
5.1 CONCLUSÃO.....	214
5.2 RECOMENDAÇÕES.....	216
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>218</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>232</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Com a liberalização dos fluxos internacionais de capitais e dos mercados ocorrida a partir dos anos 1980, o mundo dos negócios passou a vivenciar eventos como privatizações, terceirizações e um rápido avanço das tecnologias de informação e comunicação. Como consequência, o mercado competidor ultrapassou as fronteiras do mercado doméstico, exigindo das empresas maior preocupação com a eficácia empresarial, mediante a geração de resultados econômicos positivos, ou seja, capacidade de geração de riqueza que garantisse a sua continuidade.

Por sua vez, a capacidade de uma empresa gerar riqueza está relacionada diretamente ao suprimento das necessidades humanas já existentes ou criadas. De acordo com Mosimann e Fisch (1999, p. 13), “a riqueza patrimonial de uma empresa decorre da vontade do ser humano em suprir necessidades” e “para suprir essas necessidades é preciso que a empresa seja eficaz e dessa forma atinja a prosperidade”, maximizando a utilização da sua riqueza.

A contabilidade é uma das formas que o gestor utiliza para receber orientações para a utilização eficaz da riqueza. Identifica-se, portanto, a contabilidade como uma das fontes provedoras de informações que permitam ações voltadas ao aproveitamento das oportunidades ou a proteção às ameaças de negócios, orientando os gestores à tomada de decisões logradas de sucesso.

Porém, “o estudo que a contabilidade realiza para conhecer a origem e a razão das transformações da riqueza deve apoiar-se em um critério analítico e competente para produzir modelos de comportamentos de prosperidade” (MOSIMANN, FISCH, 1999, p. 13). Nesse sentido, uma das técnicas utilizadas no estudo da evolução patrimonial das empresas é a análise das demonstrações contábeis, por meio da qual se procura estabelecer modelos de orientação para decisão pelos diferentes usuários das informações contábeis, por meio da confecção de relatórios que contenham informações destinadas a atender o interesse específico de cada grupo de usuários.

A análise das demonstrações contábeis se vale de indicadores do desempenho econômico-financeiro das empresas, objetivando transformar os dados publicados nas demonstrações contábeis e relatórios complementares em informações que evidenciem o desempenho das organizações durante o período analisado. Essas informações podem ser encontradas de forma individual, por meio de indicadores apurados por empresa, ou com o

auxílio da técnica de índices-padrão, explicada por diversos autores tais como Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Silva (1995).

A utilização da técnica de índices-padrão permite a comparabilidade dos índices econômico-financeiros de uma empresa em relação aos de outras empresas, das empresas em relação ao setor ou ainda entre diversos ramos de atividades. O índice-padrão é também um referencial para a comparação de índices da empresa com padrões internos, preestabelecidos pela direção da organização como metas almeçadas. Já sob o aspecto da análise setorial, consiste na apreciação macroeconômica em relação a determinado setor da economia, auxiliando no posicionamento das principais empresas atuantes no segmento pesquisado.

Exemplo do uso dessa técnica são as diversas publicações de *ranking* existentes no Brasil e no exterior, que, após a apuração dos índices-padrão, classificam as empresas segundo o peso atribuído a cada indicador calculado. Melhores e Maiores (Exame), Balanço Anual (Gazeta Mercantil), Valor 1000 (Valor Econômico), *Fortune* 500 (*Fortune*), são algumas dessas publicações.

Dentre os vários segmentos empresariais de relevância econômica nacional que fazem uso da análise das demonstrações contábeis encontra-se o setor calçadista, cujas empresas, consoante pesquisas de Schneider (2003) e Gianisella (2006), utilizam indicadores econômico-financeiros de liquidez, atividade, estrutura, lucratividade, rentabilidade e retorno, além da análise comparativa de balanços e informações relacionadas ao ciclo financeiro, ao estudo do capital de giro e à evolução do patrimônio líquido, para a medição do seu desempenho. Porém, apesar de ser utilizada pelas empresas como fonte de informações para a tomada de decisões, a técnica de análise das demonstrações contábeis é pouco encontrada em dissertações e teses (seção 2.4) que pesquisaram as indústrias calçadistas brasileiras.

O setor calçadista brasileiro está entre os chamados setores fragmentados. Além disso, a indústria calçadista, conforme Tedesco (2000), se caracteriza por um grande número de ofertantes, geralmente com pequeno poder frente aos fornecedores e clientes. Como consequência resultam baixos lucros e um intenso nível de competição (HEXSEL; PAIVA, 2006). Trata-se, o setor calçadista, de um segmento produtivo cujas determinantes do desempenho são diversas, pelos seguintes motivos:

- 1) o setor está inserido no segmento mercadológico da moda o que requer atualização constante, aspecto este demandado sobremaneira, caso atenda os mercados interno e externo;
- 2) é uma indústria fragmentada, o que proporciona facilidades a novos entrantes, acirrando a competição;
- 3) dificuldade de implementação de novas tecnologias, pelas características de diversificação da produção gerando intensidade de processos manuais; e,

4) a concorrência externa é exercida com intensidade por países que produzem em larga escala com menores custos de mão-de-obra (VANIN, 2006, p. 15).

Em relação ao terceiro motivo citado por Vanin (2006), o BNDES (2006, p. 1) relata que dada a descontinuidade do processo de produção, “as fases de costura e modelagem de calçados de couro ainda são bastante manuais, demandando ainda muita habilidade da mão-de-obra e, com isso, limitando o processo de automação”.

Reflexos dessas influências produtivas podem ser visualizados, segundo dados da ABICALÇADOS (2007), pela ruptura do processo de crescimento da produção de calçados iniciado em 1999, cuja produção era de 499 milhões de pares até 2005 quando atingiu 806 milhões de pares, tendo uma queda de 10 milhões de pares em 2006 quando o Brasil produziu 796 milhões de pares. Quanto às exportações, estas atingiram seu ápice em 2004 quando se exportou 212 milhões de pares, caindo para 190 milhões em 2005 e 180 milhões em 2006. Por sua vez, as importações, com destaque aos calçados de baixo custo, colaboram para o agravamento da situação, aumentando de aproximadamente 9 milhões de pares em 2004 para 17 milhões em 2005 e 19 milhões em 2006.

Em síntese, além da redução das vendas para o mercado externo, houve uma redução da produção pelo aumento da demanda por produtos estrangeiros, retirando da indústria nacional parcela significativa de seu mercado consumidor. Além disso, a valorização do Real ante o Dólar, a partir de 2005, reflete diretamente na queda do faturamento das empresas exportadoras, sendo que o mesmo não ocorre com seus custos de produção que são em Reais, tirando a competitividade do calçado brasileiro no mercado internacional (ABICALÇADOS, 2007; BNDES, 2006). Schneider (2003) salienta que as exportações do setor têm tido perdas significativas com a valorização da moeda nacional perante o dólar, fazendo migrar sua produção para o mercado interno, gerando uma oferta maior que a demanda e, conseqüentemente, afetando os preços praticados.

## 1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A abertura de mercados locais a produtos importados no início da década de 1990 trouxe para as empresas nacionais uma situação ambígua, ou seja, por um lado vislumbrou novas oportunidades com o acesso a mercados internacionais e, por outro, trouxe ameaças à existência de empresas e/ou setores pouco competitivos. Atingida por esse fenômeno, a indústria brasileira de calçados enfrenta tempos de turbulência com o aumento das vendas chinesas para o mercado mundial e, principalmente, para o mercado norte-americano, sendo

que o preço médio dos calçados chineses custava para os Estados Unidos, em 2004, US\$ 6,31 por par contra US\$ 10,92 do Brasil (BNDES, 2006). Devido ao domínio dos chineses na produção de sapatos de baixo custo, os fabricantes brasileiros foram obrigados a buscar novos padrões competitivos (VIEIRA; PAIVA, 2005).

Dessa forma, objetivando otimizar o desempenho, várias companhias estão internacionalizando suas atividades, instalando ou adquirindo unidades em outros países da América do Sul e também da Ásia. Outra estratégia adotada é o investimento em marcas próprias no mercado internacional ou, ainda, a comercialização dos produtos em países onde não há a presença de grandes compradores globais.

O enfoque nessa busca pela otimização do desempenho pressupõe a necessidade da empresa conhecer um conjunto de indicadores, inclusive os de natureza econômica e financeira, que permitam examinar sua situação no período desejado e gerar informações para o processo de tomada de decisão dos usuários interessados. Além disso, estes permitem a comparabilidade do desempenho da empresa em relação à metas pré-estabelecidas ou em relação aos índices-padrão do setor, contando com um instrumento que subsidie o planejamento e controle dos processos da organização.

Dessa forma, tem-se o seguinte problema de pesquisa:

**Qual o desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas brasileiras no período de 2000 a 2006?**

## 1.3 OBJETIVOS

### 1.3.1 Objetivo Geral

Analisar o desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas brasileiras no período de 2000 a 2006.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

- a) contextualizar o setor calçadista no cenário nacional e internacional;
- b) selecionar indicadores econômico-financeiros como medida objetiva de desempenho individual das empresas;

- c) calcular índices-padrão, base para análise comparativa e global do setor;
- d) realizar análise individual por empresa e do conjunto delas.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA

A análise de desempenho econômico-financeiro das empresas tem sido alvo de muitos estudos, que buscam desenvolver diversos modelos de avaliação para emitir informações sobre o desempenho das organizações. Exemplo são as pesquisas acadêmicas e as inúmeras publicações de *ranking* que objetivam identificar as empresas com melhor desempenho nos quesitos estabelecidos.

Neste contexto, o estudo dos mais diversos indicadores econômico-financeiros existentes, suas finalidades e semelhanças, bem como a busca por índices que permitam a avaliação de desempenho, propicia o estabelecimento de patamares e, de acordo com os procedimentos estatísticos, o estabelecimento de padrões de comportamento das empresas. Para estabelecer esses padrões, recorre-se a técnica de análise por meio de índices-padrão, que permite a comparabilidade do desempenho da empresa com metas que a organização tenha definido internamente, com os índices de outras empresas ou com os índices do setor.

De posse dessas informações, as empresas poderão minimizar os impactos econômico-financeiros negativos causados por crises, os quais também afetam significativamente os membros da cadeia produtiva, a empregabilidade e o fomento econômico-social do ambiente onde estão instaladas. Exemplos de crises foram evidenciados por Sfredo (2006), que relata o fechamento de 61 empresas, provocando 21 mil demissões no pólo calçadista gaúcho. As causas para a crise, segundo a autora, são a valorização do Real perante o Dólar, a concorrência chinesa que possui mão-de-obra e custos de transação mais competitivos que os brasileiros e os benefícios fiscais do governo chinês para exportações. Como forma de retomar a competitividade, as indústrias iniciaram um movimento migratório, principalmente para a região nordeste, onde os entes governamentais implantaram um programa agressivo de incentivos fiscais.

Outra forma de evidenciar as constantes crises que abalam as empresas calçadistas se dá mediante a verificação do número de sociedades anônimas existentes em meados de 1990 que encerraram suas atividades ou que mudaram sua forma jurídica. Em consulta à imprensa oficial (diário oficial) dos estados do Rio Grande do Sul e São Paulo, verifica-se que de 31

sociedades anônimas que publicavam suas demonstrações contábeis, somente 50% ainda permanecem publicando.

Considerando-se o exposto, denota-se a relevância deste estudo em sua contribuição para o meio empresarial e acadêmico, nos seguintes termos:

- a) por existir um pequeno número de dissertações e teses que tratam do desempenho econômico-financeiro das empresas calçadistas, conforme levantamento realizado junto ao portal da CAPES (2007), compreendendo o período de 1990 a 2006, tendo em vista que a maioria dos trabalhos existentes possuem escopo na área de estratégia das organizações, competitividade e relações, *clusters* industriais, qualidade, gerenciamento da produção, recursos humanos, etc;
- b) por terem as empresas calçadistas destaque na economia do país, contemplando em 2005, conforme a ABICALÇADOS – Resenha estatística (2007), um parque fabril composto por mais de 9 mil empresas no Brasil, as quais empregam aproximadamente 300 mil trabalhadores e produzem 800 milhões de pares;
- c) por ser a amostra representativa de 26% do faturamento anual do setor, estimado em R\$ 20 bilhões (CAETANO, 2008); e oriunda dos pólos calçadistas do Ceará, São Paulo e Rio Grande do Sul, sendo que neste último a concentração de empresas se dá no Vale do Rio dos Sinos, região de abrangência da UNISINOS;
- d) por ser um setor predominantemente composto por empresas de pequeno porte (SCHUH, 2006) e, portanto, dispensadas da publicação das demonstrações contábeis, oferecendo assim, ao meio acadêmico e empresarial, informações que se espera possam auxiliar os gestores, mesmo que parcialmente, a conhecer e ter um parâmetro sobre o desempenho econômico-financeiro de um conjunto de empresas do setor;
- e) por considerar que o conhecimento sobre os aspectos econômico-financeiros das indústrias e as variáveis externas (políticas governamentais, mercado globalizado, etc.) que atuam sobre eles, serve de suporte ao processo de tomada de decisões por usuários internos e externos às empresas.

Espera-se também com este estudo, contribuir para o conhecimento da realidade setorial, mesmo que de forma parcial, gerando informações úteis aos mais diversos usuários que possuem interesse sobre o setor.

## 1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Ao tratar da análise do desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas brasileiras, este estudo examina as demonstrações contábeis publicadas em órgãos oficiais ou jornais de grande circulação, impressas ou recuperadas em *sites* de internet mantidos por estes órgãos.

Quanto à abordagem, delimita-se o exame especificamente à análise de desempenho por meio de indicadores econômico-financeiros, com a utilização da técnica de índices-padrão. Outros indicadores definidos como não-financeiros, de acordo com Martin (1997) e Miranda; Azevedo (2000), não são tratados neste estudo, tendo em vista o enfoque econômico-financeiro das informações publicadas pelas demonstrações contábeis utilizadas. Exemplo deste tipo de indicadores são os tidos como de alerta estratégico, tais como custos ocultos e visíveis, custos externos e internos, tratados por Peña (1999).

Também não é objeto desta análise o tratamento dos riscos a que estão expostas as empresas, tais como os relacionados ao mercado, às leis, à liquidez, à operação, além do risco de intempéries, dependência tecnológica, políticas governamentais e de monopólios (STUCHI, 2003).

Em relação ao alcance do trabalho, este se resume às indústrias que produzem e comercializam calçados, independentemente de terceirizarem, de forma parcial ou total, a produção. Ficam excluídas, portanto, todas as demais indústrias da cadeia produtiva (fornecedoras de componentes e implementos) e as prestadoras de serviços por conta e ordem de terceiros.

O estudo se restringe ao período de 2000 a 2006, por contemplar um maior número de demonstrações publicadas e por possibilitar a análise de desempenho em face de períodos de moeda interna valorizada e desvalorizada ante o dólar, os reflexos da concorrência chinesa, entre outros.

Quanto às demonstrações contábeis, delimita-se o estudo às informações geradas a partir do Balanço Patrimonial, Demonstração dos Resultados do Exercício, Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados. Essas demonstrações são apresentadas em valores históricos da data do respectivo encerramento do exercício, em moeda nacional (Real), elaboradas no âmbito dos Princípios Fundamentais de Contabilidade.

Porém, ressalva-se que não foi avaliada a correção das informações contidas nas demonstrações contábeis utilizadas por este estudo, cuja tarefa requer exames de auditoria,

perícia ou reavaliações de bens, que não são objeto desta pesquisa. Por exemplo, não se pode afirmar que o grupo de contas do ativo imobilizado espelha o valor atualizado do conjunto de bens da empresa sem que haja um processo de inventário e reavaliação dos bens.

Tendo em vista o escopo do estudo na análise de desempenho econômico-financeiro por meio de indicadores contábeis e seus respectivos índices-padrão, essa pesquisa não avançou na utilização de ferramentas estatísticas como o Método da Causalidade de Granger e a análise de regressão, por exemplo, para corroborar os resultados.

Por fim, este estudo se insere na linha de pesquisa "Finanças Corporativas e Controle de Gestão" do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

## 1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A dissertação está organizada em cinco capítulos, sendo que o primeiro trata da introdução, contemplando a contextualização do tema, a formulação do problema de pesquisa, os objetivos, as justificativas e a delimitação do estudo.

No segundo capítulo é apresentado o referencial teórico tratando da avaliação de desempenho, análise das demonstrações contábeis, publicações e estudos sobre o tema, modelos de previsão de insolvência, bem como sobre o setor calçadista brasileiro, atribuindo destaque também ao setor calçadista internacional.

O terceiro capítulo destina-se ao método de pesquisa, evidenciando os meios técnicos de investigação, a classificação da pesquisa, os dados da população e amostra, a coleta, o tratamento e a análise dos dados, além das limitações do método.

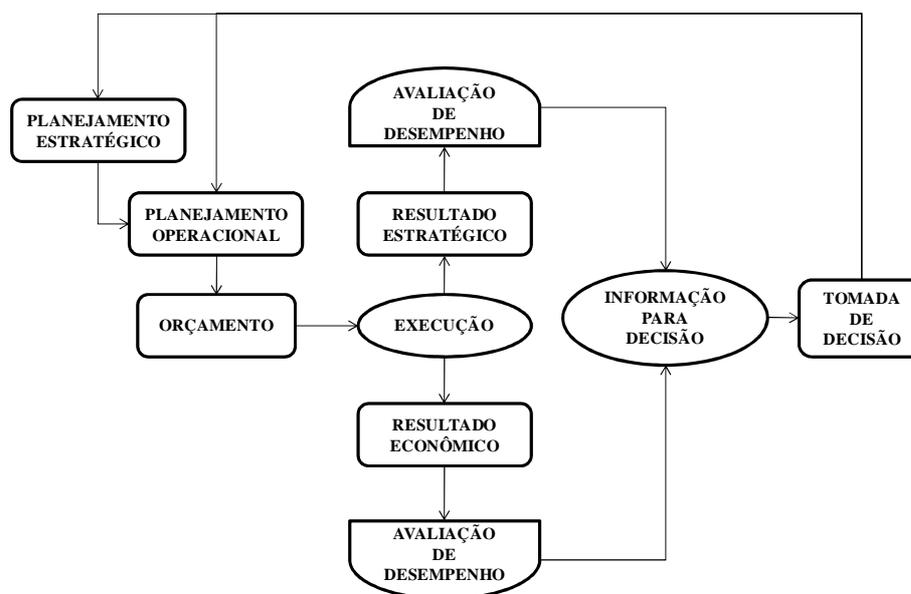
No quarto capítulo faz-se a apresentação e a análise dos dados, revelando os resultados do estudo empírico; no quinto capítulo expõe-se a conclusão do estudo e as recomendações para estudos futuros, seguidas das referências e apêndice.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

O processo de avaliação de desempenho permite controlar o curso tomado pela empresa a fim de preservar sua continuidade, mediante a obtenção de resultados econômico-financeiros positivos, ante um ambiente competitivo.

A avaliação de desempenho permite a empresa uma análise comparativa dos resultados planejados ante os resultados efetivos, mediante padrões preestabelecidos com o auxílio de indicadores econômico-financeiros ou não-financeiros. A Figura 1 ilustra como a avaliação de desempenho abastece a empresa com informações para a tomada de decisões e para o processo de gestão.



**Figura 1: A avaliação de desempenho no processo de gestão**

Fonte: adaptado de Aquino; Tachibana (1999).

A implantação desse processo requer da empresa o conhecimento do ambiente onde está inserida e os fatores que podem afetar a sua geração de riqueza. West (2003) destaca a importância de a empresa obter dados sobre:

- análise do ambiente; identificando os grupos de interesses que negociam com a empresa e as sociedades que são afetadas por ela;
- análise de valor; para verificar se a empresa atende às expectativas e necessidades de seus clientes, fornecedores, empregados, proprietários, sociedade etc.;
- identificação dos *stakeholders*; ou seja, dos indivíduos ou grupos de indivíduos que podem afetar ou serem afetados pelo alcance dos objetivos organizacionais da

empresa, os quais podem, por meio de alianças, alterar o curso da implantação da estratégia organizacional;

- d) verificação de oportunidades e ameaças à empresa; possibilitando ações preventivas.

Visto que a avaliação de desempenho examina o resultado da empresa em seu aspecto econômico e estratégico, é importante conhecer as dimensões desse desempenho para que a empresa possa manter o processo de avaliação de desempenho alinhado à sua estratégia, incluindo na análise medidas financeiras e não-financeiras. Pereira (1993) classifica as dimensões do desempenho da empresa de acordo com:

- a) amplitude; dividindo-se em desempenho global (tenciona uma análise macro das atividades da empresa), divisional (associado às áreas da empresa) e funcional (associado às atividades dos cargos ou funções ocupadas);
- b) tempo; dimensão ligada à continuidade da empresa; podendo ser de curto, médio ou de longo prazo;
- c) qualidade; em relação à capacidade das atividades na geração dos resultados almejados e na relação recursos consumidos *versus* produtos gerados;
- d) ocorrência; divide-se em desempenho planejado (atividades não realizadas), desempenho em realização (atividades em processo) e desempenho realizado (atividades executadas);
- e) natureza; engloba o desempenho operacional (ligado ao uso dos recursos para a geração de produtos e/ou serviços); desempenho econômico (referente aos resultados do desempenho operacional) e; desempenho financeiro (ligado aos prazos de pagamento e recebimento da empresa, além da captação e aplicação de recursos).

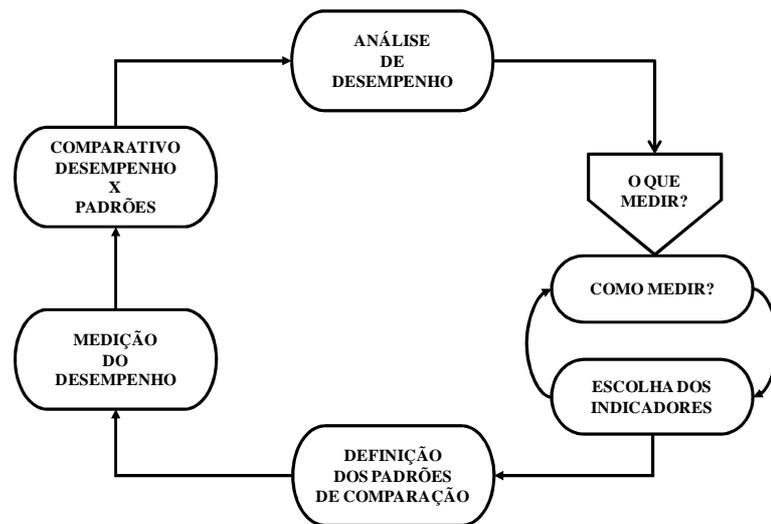
Para Kaplan e Norton (1997), as dimensões do desempenho da empresa são denominadas de perspectivas:

- a) perspectiva financeira; que apresenta a visão dos acionistas;
- b) perspectiva do cliente; que busca a satisfação e retenção de clientes;
- c) perspectiva dos processos; que busca atender a satisfação dos acionistas e dos clientes;
- d) perspectiva de aprendizado e crescimento; que atende a capacidade de mudar e melhorar a partir das pessoas, dos sistemas e dos procedimentos organizacionais.

Já Hronec (1994) classifica as medidas de desempenho em três dimensões:

- a) qualidade; que quantifica a perfeição do produto;
- b) tempo; que quantifica a perfeição do processo;
- c) custos; que quantifica o aspecto econômico da perfeição.

Percebe-se que qualidade, tempo e custos, se fazem presentes nas dimensões apresentadas pelos autores, as quais devem contemplar ainda variáveis internas e externas da organização. De modo geral, o processo de avaliação de desempenho necessita da definição do que medir; da escolha do conjunto de indicadores para saber como medir; do desenvolvimento de padrões de comparação; da mensuração do conjunto de indicadores; da comparação dos dados coletados com os padrões pré-estabelecidos e análise das informações para a tomada de decisão (PEREIRA, 1999; SCHNEIDER, 2003; MARTINS, 2004). A Figura 2 ilustra o processo de avaliação de desempenho.



**Figura 2: O processo de avaliação de desempenho**

Fonte: elaboração própria a partir de Pereira (1999); Schneider (2003); Martins (2004).

Koch (2002) expõe que medir é importante, pois possibilita o controle, que por sua vez possibilita o gerenciamento e a tomada de ações de melhoria. Kaplan e Norton (1997) complementam destacando a importância do conjunto de indicadores, pois permitem avaliar o desempenho em relação à meta traçada, servindo para controlar e melhorar os processos da organização, possibilitando o controle e a tomada de decisão gerencial.

Ressalva-se que a avaliação de desempenho mantém sua utilidade na definição adequada dos indicadores e dos padrões de comparabilidade estabelecidos. Dessa forma, torna-se um instrumento de *feedback* das decisões tomadas (PAULO, 2000). Os indicadores, para atenderem as necessidades do processo, valem-se, consoante nota de instrução do Exército Brasileiro (2004, p. 7), dos seguintes componentes:

- a) o valor numérico do indicador (relação matemática), num determinado momento, é denominado de índice.
- b) o referencial comparativo é um índice arbitrado ou convencionado para o indicador, utilizado como padrão de comparação.
- c) as metas são os índices arbitrados para os indicadores, a serem alcançados num determinado período de tempo. São pontos ou posições a serem atingidos no futuro. Elas se constituem em propulsores da gestão, pois gerenciar consiste em desenvolver

ações, visando atingir metas. Uma meta possui três componentes: objetivo, valor e prazo. Exemplo: reduzir o número de ocorrências em 50% até o final do ano.  
 d) a fórmula de obtenção do indicador indica como o valor numérico (índice) é obtido.

Além disso os indicadores precisam atingir o objetivo para o qual foram criados, sob pena de não conseguirem transmitir significado. Ainda, conforme nota de instrução do Exército Brasileiro (2004, p. 7), os indicadores podem ser subdivididos em:

- a) indicadores estratégicos: informam o “quanto” a organização se encontra na direção da consecução de sua visão. Refletem o desempenho em relação aos fatores críticos para o êxito.
- b) indicadores de produtividade (eficiência): medem a proporção de recursos consumidos com relação às saídas dos processos.
- c) indicadores de qualidade (eficácia): focam as medidas de satisfação dos clientes e as características do produto/serviço.
- d) indicadores de efetividade (impacto): focam as conseqüências dos produtos/serviços. Fazer a coisa certa da maneira certa.
- e) indicadores de capacidade: medem a capacidade de resposta de um processo através da relação entre as saídas produzidas por unidade de tempo.

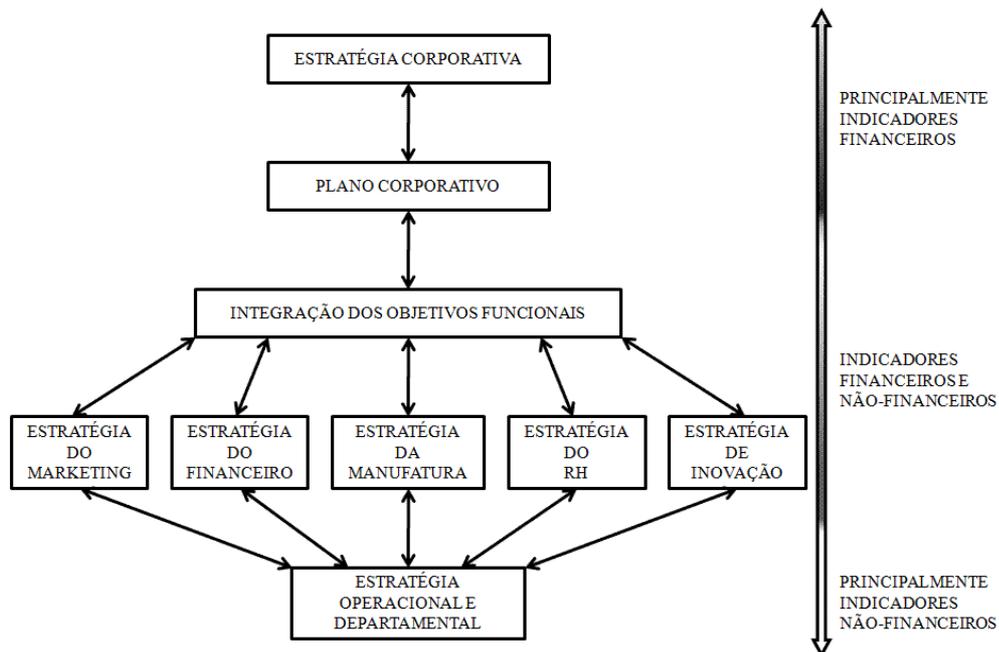
Quanto às características dos indicadores, pode-se citar a necessidade de que sejam de fácil acesso e disponibilidade no momento oportuno, sejam compreensíveis, transmitam informações relevantes, atendam às etapas críticas do processo, sejam de baixo custo de obtenção e capacidade de respostas às mudanças, bem como permitam a formação de uma série histórica e a rastreabilidade da origem das informações. Oliveira, Perez e Silva (2004) complementam descrevendo que o indicador de desempenho deve ser:

- a) consistente, quando não conflita com nenhum outro indicador utilizado pela empresa, no sentido de interferir negativamente em seu resultado ou de alguma atividade;
- b) confiável, quando a medição, mesmo que efetuada diversas vezes para um determinado evento imutável, apresente sempre o mesmo resultado;
- c) válido, referente ao modo adotado para realizar a medição do indicador;
- d) relevante, transmitindo informação útil ao usuário, não contida em outros indicadores e nem ser substituível por eles.

Kaplan e Norton (2000) consideram que as medidas de desempenho fornecem sinais ou informações ao tomador de decisões e corresponde à determinação dos pontos fracos e pontos fortes. Os sinais podem ser de advertência, alertando que algo está errado e desencadeando uma investigação para a identificação e correção do problema; ou de diagnóstico, evidenciando a natureza dos problemas nos processos básicos e sugerindo formas de solucioná-los.

De acordo com a necessidade de avaliação de desempenho, podem-se utilizar indicadores financeiros e não-financeiros. Os indicadores financeiros têm sua origem na contabilidade financeira e nos seus sistemas auxiliares, além dos sistemas de custos. Estes

indicadores apresentam informações calculadas a partir de dados históricos, utilizados como referência. Por se tratar de dados passados, Berton (2003) ressalva que estes indicadores devem ser utilizados em conjunto com outros indicadores. Os indicadores não-financeiros, segundo Miranda e Azevedo (2000), independem da contabilidade da empresa e se referem, por exemplo, aos clientes, à participação de mercado, aos funcionários, entre outros. Martin (1997) descreve que os indicadores não-financeiros focam os objetivos estratégicos da empresa do menor ao maior nível organizacional. Na Figura 3, aparecem as diferentes necessidades de indicadores de cada nível.



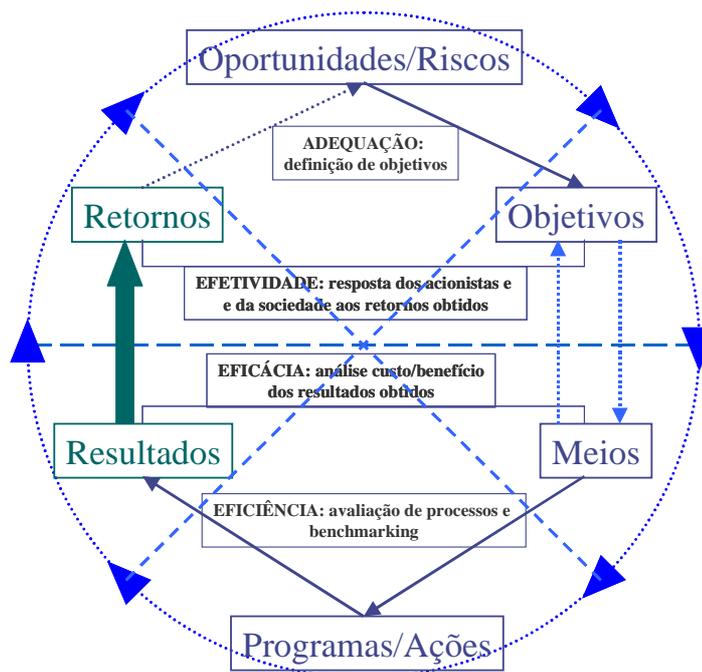
**Figura 3: Diferentes necessidades de indicadores**

Fonte: adaptado de Martin (1997).

Embora cada indicador denote um objeto a ser medido, é importante que ocorra a integração dos indicadores utilizados para que não haja lacunas no processo de avaliação de desempenho. Bertoldi (2003, p. 25) complementa, argumentando que

enquanto as medidas de resultados informam sobre o passado, as medidas de tendências são indicativas do desempenho futuro. Assim, para que a medição de desempenho possa ser usada como um instrumento gerencial, é preciso fazer uso de uma combinação adequada de medidas de resultado e medidas de tendência.

A integração também pressupõe a redução do risco de que os usuários recebam informações geradas a partir de óticas parciais das áreas de onde provém, e comunicadas com a linguagem específica dessas áreas (MARTIN, 2002). A Figura 4 mostra uma visão integrada dos indicadores com os objetivos, estratégias e resultados planejados pela empresa.



**Figura 4: Visão integrada do papel dos indicadores no processo decisório**

Fonte: Cardoso (2001, p. 15).

Observa-se, na Figura 4, que identificada como um ciclo contínuo, a visão integrada do papel dos indicadores no processo decisório viabiliza a avaliação de desempenho conjunta dos diferentes níveis da organização, eliminando ilhas de informação. A integração atribui maior velocidade e precisão às informações e permite o melhor aproveitamento das oportunidades.

Evidenciado o processo de avaliação de desempenho e a importância da análise das demonstrações contábeis e dos indicadores para a sua efetiva consecução, a próxima seção se destina a tratar destes temas. Ressalva-se, porém, que somente os indicadores econômico-financeiros são discutidos, tendo em vista o escopo desta pesquisa.

## 2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A análise das demonstrações contábeis surgiu e se desenvolveu no sistema bancário norte-americano, em meados de 1895. De acordo com Matarazzo (2003), em 1925, Stephen Gilman iniciou o que hoje é conhecida como análise horizontal. Na década de 1930 iniciou dentro da empresa DuPont a análise do ROI (*return on investment*). Em 1932, Fitz Patrick desenvolveu o que se conhece como primeiro estudo sobre solvência e insolvência de empresas (CASTRO JÚNIOR, 2003), e desde então muitos outros estudos foram desenvolvidos para avaliar a capacidade de prever problemas financeiros em empresas, a

partir de indicadores econômico-financeiros calculados com base nas demonstrações contábeis (MÁRIO, 2002). No Brasil, a análise das demonstrações contábeis se difundiu na década de 1970, quando a empresa SERASA passou a operar como central de análise de demonstrações para os bancos comerciais (MATARAZZO, 2003).

Em seus estudos, Kassai (2002, p. 65) enfatiza que “a análise das demonstrações contábeis teve sua evolução marcada pela expansão da compreensão do relacionamento entre os diversos indicadores contábeis e financeiros e, desde há muito tempo, tem sido utilizada na avaliação do desempenho econômico de empresas”. Já Silva (1995) enfatiza que a análise das demonstrações contábeis visa o exame das partes constituintes para o entendimento do todo ou para a identificação de possíveis anormalidades. Para Assaf Neto (2006), as demonstrações contábeis elaboradas por uma empresa possibilitam a extração de informações a respeito de sua posição econômica e financeira em determinado período. A análise dessas demonstrações permite relatar essa posição, bem como sinalizar tendências que determinaram a evolução da empresa e as suas tendências futuras.

A evidenciação desta evolução denota então o desempenho da empresa, ou seja, se no período analisado suas atividades geraram riquezas aumentando assim o patrimônio, tendo-se um desempenho positivo, ou se suas atividades geraram riquezas menores que o montante de recursos aplicados, tendo-se um desempenho negativo. A posição patrimonial apresentada pelas demonstrações contábeis os Princípios Fundamentais de Contabilidade, pelo processo de gestão e pelos aspectos legais, societários e fiscais vigentes, sendo “reconhecido que as demonstrações contábeis são elaboradas em conseqüência de inúmeros fatores que influem em seus resultados, e que se revelam no ambiente interno e externo das empresas” (ASSAF NETO, 2006, p. 229).

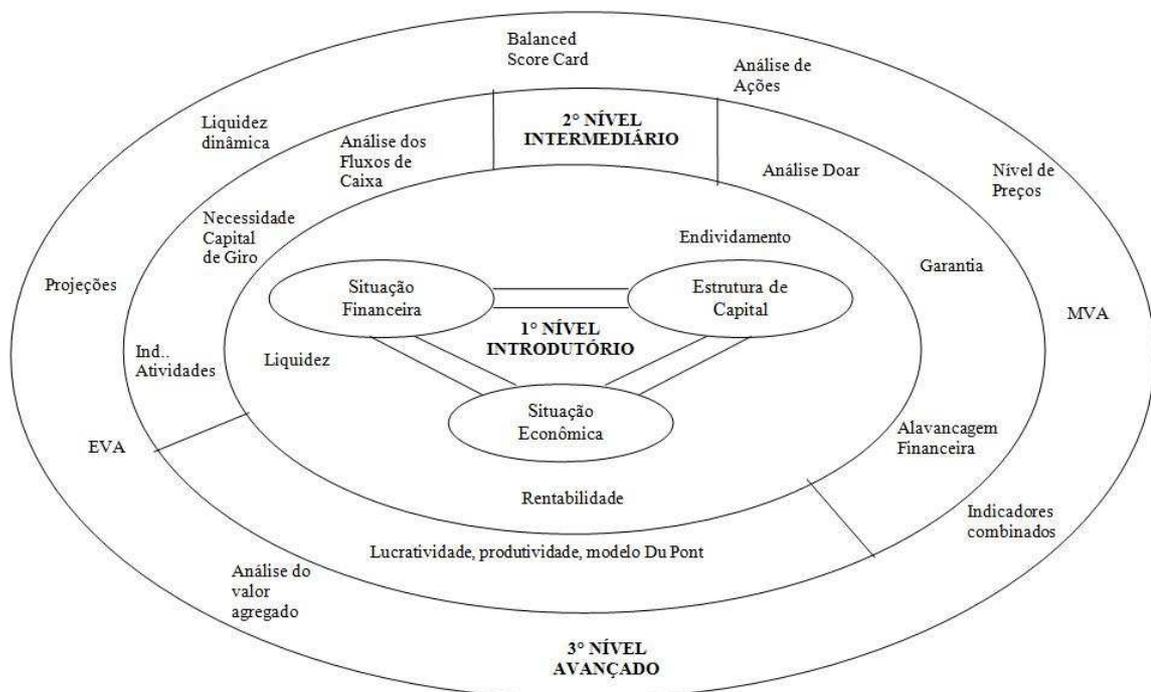
Identificam-se, então, as demonstrações contábeis como insumos básicos para o processo de análise e distinguem-se em relatórios obrigatórios e não obrigatórios, de acordo com a Lei 6.404/76 das Sociedades por Ações (ASSAF NETO, 2006). Os obrigatórios são o Balanço Patrimonial, a Demonstração dos Resultados do Exercício, a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido e a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos. Os relatórios não obrigatórios complementam as informações das demonstrações contábeis obrigatórias e geralmente são destinados ao uso gerencial interno da empresa. Fazem parte desses relatórios, por exemplo, as Notas Explicativas, o Relatório da Diretoria e o Parecer dos Auditores.

As demonstrações contábeis, porém, necessitam de ajustes para que se possa proceder ao cálculo dos indicadores econômico-financeiros e a análise de desempenho. Por exemplo,

para a comparabilidade entre os períodos é prudente a atualização dos valores para uma mesma data. Além disso, faz-se necessário padronizar as demonstrações contábeis com o intuito de atribuir uniformidade a elas, reclassificando-se determinadas contas e evitando que a falta de padrões para a comparação comprometa a qualidade da análise, deixando as afirmativas sem elementos de referência (ASSAF NETO, 2006; MATARAZZO, 2003).

De posse das demonstrações contábeis padronizadas, aplica-se o seguinte raciocínio científico para o processo de análise: (a) extraem-se índices das demonstrações contábeis; (b) comparam-se os índices com os padrões; (c) ponderam-se as diferentes informações e chega-se a um diagnóstico ou conclusões; (d) tomam-se decisões. Os índices evidenciam a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações contábeis que servem de medida, e visam evidenciar determinado aspecto da situação econômico-financeira da empresa, fornecendo uma visão ampla desta situação (MATARAZZO, 2003).

Marion (2005) parte do princípio de que uma boa análise deve ser realizada com base no tripé de decisões da empresa: (a) liquidez ou situação financeira; (b) endividamento ou estrutura de capital; (c) rentabilidade ou situação econômica. E que a análise do tripé pode ser feita nos níveis introdutório, intermediário ou avançado, de acordo com a necessidade dos usuários. A Figura 5 ilustra os níveis propostos pelo autor.



**Figura 5: Níveis da análise de desempenho econômico-financeiros das empresas**

Fonte: adaptado de Marion (2005).

Depreende-se da Figura 5 a importância do tripé: liquidez, rentabilidade e endividamento, para a construção de uma análise que possa verificar a situação atual da

empresa e ainda prospectar seu futuro. Além disso, percebe-se que os três níveis apresentados por Marion (2005) se relacionam com o conhecimento requerido dos usuários. O primeiro nível requer conhecimentos em contabilidade, o segundo nível em contabilidade e administração financeira e o terceiro nível especialização na área financeira.

Com o intuito de colaborar na formação de um roteiro básico de avaliação, Assaf Neto (2006) sugere que o processo de análise contemple ao menos:

- a) o conhecimento da empresa e do mercado de atuação, obtendo informações sobre as características da atividade da empresa, potenciais atual e futuro do mercado consumidor, nível e tamanho dos concorrentes, dependência tecnológica, fornecedores, política de preços do setor, etc., de modo a aprimorar o processo de tomada de decisão;
- b) a avaliação das demonstrações contábeis elaboradas pela empresa incluindo os procedimentos contábeis adotados para o setor, tratamento da inflação considerado nas demonstrações, entre outros;
- c) a aplicação das técnicas de análise horizontal e vertical para a análise da evolução da empresa ao longo do tempo e da participação relativa do valor de cada grupo de contas em relação ao valor total em determinado período;
- d) o estudo da liquidez, que tenciona conhecer a capacidade da empresa em honrar o pagamento de seus compromissos financeiros assumidos e evidencia também o equilíbrio financeiro e sua necessidade de investir em capital de giro;
- e) a análise do endividamento, que avalia a dependência financeira da empresa, no curto prazo, por recursos de terceiros, a natureza de suas exigibilidades e seu risco financeiro;
- f) a análise de rentabilidade e lucratividade, que expressa o retorno sobre os investimentos realizados pela empresa no período e a lucratividade apresentada pelas vendas;
- g) a análise de valor, para verificar a capacidade da empresa em gerar riqueza agregada aos seus acionistas, além do lucro líquido, ou seja, quando as receitas superam os custos e despesas incorridos, inclusive o custo de oportunidade dos recursos investidos;
- h) os resultados da análise proporcionando conclusões específicas a cada item e também que revelem a situação econômico-financeira da empresa no período examinado e suas perspectivas de desempenho.

Entende-se por custo de oportunidade “a melhor taxa de retorno de risco semelhante a que o investidor renunciou para aplicar seus recursos no capital da empresa” (ASSAF NETO, 2006, p. 268). Ressalva-se que é por meio da análise do desempenho operacional que é discutida a viabilidade econômica de uma empresa e os limites de remuneração das fontes de capital, definindo inclusive as condições de sua continuidade. O resultado operacional quantifica o retorno produzido pelas decisões de investimentos e sinaliza as decisões de financiamento, principalmente em relação ao custo de captação (ASSAF NETO, 2003).

Matarazzo (2003) alerta para a necessidade de distinguir, na análise do resultado, o que é resultado econômico e resultado financeiro (Quadro 1). O resultado econômico diz respeito ao lucro ou prejuízo e aumenta ou reduz o patrimônio líquido, mas não altera as disponibilidades de dinheiro. Há também o caso das receitas e despesas que não são recebíveis ou desembolsáveis como, por exemplo, a depreciação, cujo valor não é desembolsado pela empresa, mas é considerado na Demonstração do Resultado. No sentido dinâmico, o resultado econômico se refere à formação do lucro líquido e no sentido estático se refere ao patrimônio líquido.

O resultado financeiro se refere às disponibilidades, sendo que de forma dinâmica representa a variação do saldo de caixa e de forma estática representa o saldo de caixa. Quanto ao sentido amplo do resultado financeiro, refere-se ao capital circulante líquido; já no sentido restrito refere-se ao caixa propriamente dito.

	Econômico	Financeiro	
		Amplo	Restrito
Estaticamente	Patrimônio líquido	Capital circulante líquido	Saldo de caixa
Dinamicamente	Lucro Líquido	Variação do capital circulante líquido	Variação do saldo de caixa
Localização	Balço Patrimonial; Demonstração dos Resultados do Exercício	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos	Demonstração dos Fluxos de Caixa

**Quadro 1: Comparativo de significações de econômico e financeiro e demonstrações contábeis correspondentes**

Fonte: adaptado de Matarazzo, 2003.

Evidencia-se de forma sintética no Quadro 1, o relacionamento entre as demonstrações contábeis na análise de uma empresa. Matarazzo (2003) complementa que:

- a) a análise de uma empresa deve se servir tanto da Demonstração dos Resultados do Exercício, que demonstra o lucro ou prejuízo do exercício, como da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) ou da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). A DOAR evidencia a variação do Capital Circulante Líquido e mostra o

resultado financeiro de médio e longo prazo; enquanto que a DFC demonstra o movimento de caixa da empresa e mostra o resultado financeiro de curto prazo;

- b) a variação do saldo de caixa evidencia a capacidade da empresa em aumentar as suas disponibilidades em dinheiro, refletindo na sua capacidade de pagamento. Quanto a tendências futuras sobre o saldo de caixa, recorre-se ao Capital Circulante Líquido.

Uma crítica importante para o processo de mensuração do desempenho econômico e geração de riqueza feita por Assaf Neto (2003) é a desconsideração do risco do negócio que está associado tanto ao resultado econômico quanto ao resultado financeiro. O risco econômico (operacional) é entendido como aquele inerente à própria atividade da empresa e às características do mercado em que opera, independentemente da forma de financiamento adotada como, por exemplo, embargos de países importadores não divulgados com antecedência; e o risco financeiro, como aquele que reflete o risco associado à capacidade da empresa em liquidar suas dívidas assumidas como, por exemplo, a manutenção de disponibilidades em moeda estrangeira que sofre desvalorização perante a moeda nacional.

Outra crítica é feita por Zani (2005), alegando que os valores publicados nas demonstrações contábeis representam o saldo acumulado das contas e podem não captar as mudanças ocorridas durante o exercício. Como critério alternativo, sugere o uso do fluxo das contas, ou seja, os índices são calculados a partir das diferenças dos saldos anuais, buscando captar a dinâmica da política financeira da empresa, ao mesmo tempo em que evita os efeitos dos saldos acumulados de tempos anteriores.

Em síntese, a análise de desempenho requer cuidados com o intuito de evitar vieses nas conclusões sobre a situação econômico-financeira de determinada empresa. A leitura na íntegra dos relatórios contábeis obrigatórios e não-obrigatórios, a escolha dos índices de correção dos valores, a padronização das demonstrações contábeis e a escolha dos indicadores econômico-financeiros podem ser citados como exemplos destes cuidados. Deve ser levado em conta, também, a necessidade dos usuários, a qual permite que a análise possa ser elaborada somente de posse das demonstrações contábeis ou destas complementadas por informações internas da empresa.

### **2.2.1 Usuários da Análise das Demonstrações Contábeis**

A análise das demonstrações contábeis pode atender a diversas finalidades de acordo com os interesses de seus usuários ou de pessoas ligadas à empresa, podendo-se, classificar os

usuários em internos e externos. Segundo Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), os usuários internos, tais como colaboradores e gestores, requerem informações mais aprofundadas e específicas em relação à empresa e seu ciclo operacional, de acordo com suas necessidades e nível hierárquico que ocupam. Os usuários externos, tais como fornecedores, clientes, bancos, governo, etc., geralmente solicitam informações de forma mais genérica, expressas nas demonstrações contábeis.

Os interesses dos principais usuários podem ser elencados, consoante Assaf Neto (2006) e Matarazzo (2003), da seguinte forma:

- a) fornecedores; buscam o conhecimento da capacidade de pagamento (liquidez), nível de endividamento e rentabilidade da empresa;
- b) clientes; buscam conhecer a capacidade de produção e a situação econômico-financeira no curto e longo prazo dos fornecedores dos quais possuem dependência;
- c) bancos; buscam o conhecimento da situação financeira da empresa no curto e longo prazo, destacando-se o grau de endividamento, solvência e rentabilidade, para avaliação de crédito;
- d) acionistas; buscam identificar a rentabilidade da empresa, ou seja, a capacidade de geração de lucros e remuneração dos recursos próprios; e a liquidez da empresa para avaliar a sua capacidade em manter as operações e distribuir dividendos;
- e) concorrentes; buscam conhecer melhor o mercado e comparar sua posição econômico-financeira no setor de atuação;
- f) governo; busca conhecer a posição da empresa para processos de concorrência pública e como subsídio na formulação de políticas econômicas por meio do conhecimento mais aprofundado dos setores de atividade;
- g) administradores; buscam avaliar as decisões financeiras tomadas e auxílio na formulação de estratégias.

Descrita a importância de cada etapa do processo de avaliação de desempenho, da análise das demonstrações contábeis e das necessidades dos diferentes usuários, a próxima seção se destina a aprofundar o tema referente à padronização das demonstrações.

## **2.2.2 Padronização das Demonstrações Contábeis**

Para Silva (1995), a padronização ou reclassificação das demonstrações contábeis visa atender as necessidades de análise, por meio da preparação e organização das informações

fornecidas pela empresa, com a finalidade de obter um conjunto de indicadores que auxiliem no processo de tomada de decisão. A padronização consiste na uniformização e preparação das demonstrações contábeis para a análise, constituindo-se numa crítica às contas das demonstrações contábeis, bem como na sua transcrição para um único modelo definido previamente. Sua finalidade, de acordo com Matarazzo (2003), é:

- a) simplificar a visualização das demonstrações;
- b) permitir comparabilidade com outras demonstrações;
- c) reclassificar as contas que possam distorcer os resultados da análise.

Dessa forma, a padronização visa adotar um mesmo critério para todas as demonstrações contábeis, possibilitando a comparabilidade entre empresas; de fornecer o detalhamento necessário às etapas do processo de análise; e de fornecer índices e indicadores de diferentes empresas com base em um critério uniforme, eliminando possíveis distorções oriundas dos critérios adotados por cada empresa na elaboração das demonstrações contábeis (SILVA, 1995).

Em suma, Silva (1995) retrata que o processo de análise necessita que as demonstrações contábeis, elaboradas de acordo com os princípios contábeis, sejam reestruturadas de forma a permitir a uniformidade das informações, atribuindo qualidade e confiabilidade aos índices calculados. Por exemplo, a conta de duplicatas descontadas aparece, de acordo com as normas legais, no ativo como redutora de duplicatas a receber. Porém, para análise, é importante que esse valor seja entendido como uma fonte de recursos, devendo ser reclassificada para o passivo circulante.

Matarazzo (2003) complementa apresentando um modelo de padronização onde:

- a) o ativo circulante é dividido em operacional e financeiro;
- b) o ativo realizável a longo prazo é demonstrado pelo total do grupo;
- c) no ativo permanente é demonstrado o total do grupo investimentos, imobilizado e diferido;
- d) o passivo circulante é dividido em operacional e financeiro;
- e) no passivo exigível a longo prazo é individualizada a conta de empréstimos e financiamentos;
- f) no patrimônio líquido aparecem apenas as contas de capital social, deduzidas de capital não realizado e acrescido das reservas;
- g) a demonstração de resultados evidencia os valores totais dos grupos de contas que formam o resultado do exercício.

Assaf Neto (2006) classifica os elementos em cíclicos ou operacionais e financeiros, o que permite melhor entendimento da solvência e liquidez da empresa. Como ativos e passivos cíclicos são entendidos todos os elementos patrimoniais diretamente vinculados ao ciclo operacional da empresa, afetados diretamente por alterações no seu volume de atividade. Os valores circulantes não enquadrados como cíclicos são definidos como financeiros. Por exemplo:

- a) ativo financeiro: disponibilidades, fundo fixo de caixa, aplicações financeiras, depósitos judiciais, restituição de IR, créditos de empresas coligadas/controladas;
- b) ativo cíclico: duplicatas a receber, provisão para devedores duvidosos, adiantamento a fornecedores, estoques, adiantamento a empregados, impostos indiretos a compensar (PIS/COFINS/IPI, ICMS), despesas operacionais antecipadas;
- c) ativo permanente: valores dos grupos imobilizado, investimentos e diferido, e realizável a longo prazo;
- d) passivo financeiro: empréstimos, financiamentos;
- e) passivo cíclico: fornecedores, impostos indiretos (PIS/COFINS, ICMS, IPI), adiantamentos de clientes, provisões trabalhistas, salários e encargos sociais, participações de empregados, despesas operacionais;
- f) passivo permanente: contas do exigível a longo prazo e patrimônio líquido.

Nos Quadros 2 e 3 são demonstrados os modelos de padronização do Balanço Patrimonial e da Demonstração dos Resultados do Exercício.

<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>		<b>ATIVO</b> (aplicações)	<b>PASSIVO</b> (origens)
<b>CIRCULANTE</b>	Financeiro	Disponível	Empréstimos
		Aplicações financeiras	Financiamentos
	Operacional	Cientes	Fornecedores
		Impostos a compensar	Obrigações trabalhistas
<b>PERMANENTE</b>		Estoques	Obrigações tributárias
		Realizável a longo prazo	Exigível a longo prazo
		Investimentos	Patrimônio líquido
		Imobilizado	
		Diferido	

**Quadro 2: Modelo de padronização do Balanço Patrimonial**

Fonte: elaboração própria baseada em Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003).

Na demonstração de resultados reclassificam-se contas como as participações de diretores e empregados, que devem ser consideradas como despesas operacionais com pessoal (ASSAF NETO, 2006), além de apurar o resultado operacional separadamente do financeiro.

<b>DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS DO EXERCÍCIO</b>	
	Receita bruta de vendas
	(-) Deduções da receita bruta
	= Receita operacional líquida
	(-) Custo dos produtos vendidos
	= Resultado bruto
	(-) Despesas operacionais
	= Resultado operacional bruto
	(+/-) Despesas financeiras líquidas
	(+/-) Outras despesas e receitas
	= Resultado operacional líquido
	(+) Receitas não operacionais
	(-) Despesas não-operacionais
	= Resultado antes dos impostos
	(-) Impostos sobre o lucro
	= Lucro/prejuízo do exercício

**Quadro 3: Modelo de padronização da DRE**

Fonte: elaboração própria baseada em Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003).

A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (Quadro 4) contempla as origens dos recursos, divididas em origens das operações, dos acionistas e de terceiros; a aplicação dos recursos e a variação ocorrida no capital circulante líquido. Ela permite a comparação de dois balanços consecutivos, identificando as variações na estrutura financeira da empresa durante o período considerado, bem como os fluxos financeiros que aumentaram ou reduziram o capital circulante líquido (ASSAF NETO, 2006).

<b>DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS</b>		
a) ORIGEM DOS RECURSOS	Das operações	Lucro do exercício ----- Depreciação
	Dos acionistas	Aumento de capital
	De terceiros	Aumento do Exigível a Longo Prazo ----- Redução do Realizável a Longo Prazo
b) APLICAÇÕES DOS RECURSOS		Aumento do Realizável a Longo Prazo ----- Redução do Exigível a Longo Prazo
= Aumento/Redução no capital circulante líquido (a - b)		
c) Variação do ativo circulante	Ativo Circulante no final do período ----- (-) Ativo Circulante no início do período	
d) Variação do passivo circulante	Passivo Circulante no final do período ----- (-) Passivo Circulante no início do período	
= Variação do capital circulante líquido (c - d)		

**Quadro 4: Modelo de padronização da DOAR**

Fonte: elaboração própria baseada em Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003).

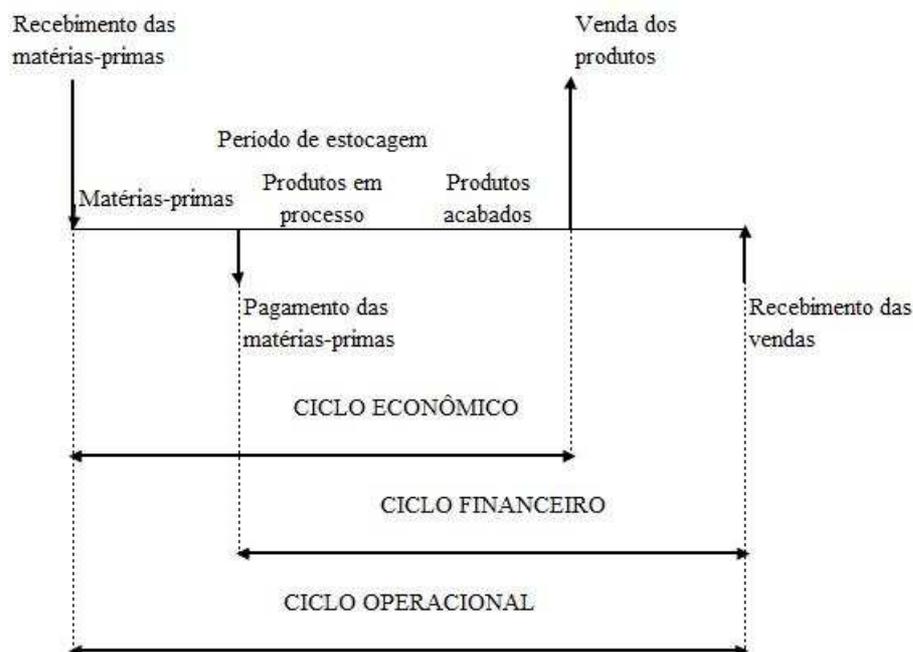
No Quadro 5 consta um modelo de padronização da Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados, evidenciando os saldos inicial e final do período da conta Lucros ou Prejuízos Acumulados e as movimentações ocorridas nesta conta durante o exercício.

<b>DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS</b>
Saldo no início do período
(+) Lucro do exercício
(+) Reversão/Realização de reservas
(-) Dividendos propostos
(-) Transferido para reservas
Saldo no final do período

**Quadro 5: Modelo de padronização da DLPA**

Fonte: elaboração própria baseada em Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003).

Os resultados operacional e financeiro resultam dos ciclos econômico e financeiro da empresa, respectivamente. Santos e Santos (2003) destacam que o ciclo econômico inicia no recebimento das matérias-primas e perdura por todo processo operacional, encerrando-se por ocasião da venda e entrega dos produtos aos clientes. Já o ciclo financeiro tem seu início no pagamento dos títulos devidos aos fornecedores de matérias-primas e se encerra pelo recebimento das vendas junto aos clientes. O período compreendido entre o início do ciclo econômico e o encerramento do ciclo financeiro denomina-se ciclo operacional.



**Figura 6: Ciclos da empresa**

Fonte: Santos, Santos (2003) baseado em Fleuriot, Kehdy e Blanc (1978) e Ross, Westerfield e Jordan (2002).

Após a atualização dos valores de anos anteriores para moeda de mesma data (para fins de análise horizontal) e a padronização das demonstrações contábeis, calculam-se os índices financeiros, que são relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis e que permitem observar a tendência de evolução da empresa pelas comparações ano a ano ou, ainda, comparar o índice de determinada empresa com as demais empresas do mesmo setor de atividades (SILVA, 1995).

Paiva (1999) destaca que costumeiramente os indicadores financeiros têm sido o modelo preponderante nas avaliações de desempenho de empresas. Destaca também que Porter (1992) defende estes indicadores como a melhor forma para avaliação de desempenho de uma empresa. Luchesa (2004) destaca que a análise por meio de índices é o método mais empregado para a avaliação econômico-financeira das empresas.

### **2.2.3 Conceito e Cálculo dos Indicadores Econômico-Financeiros**

A origem dos indicadores financeiros está na contabilidade financeira, nos sistemas de custos e nos sistemas auxiliares da contabilidade financeira. Estes indicadores geram informações com base em dados passados, para utilizá-los como referência. Sob esse aspecto, Berton (2003) argumenta que estes não podem ser ignorados ou descartados no processo de avaliação de desempenho, devendo ser utilizados em conjunto com outros indicadores.

Kassai (2002) destaca que dentre as características dos indicadores devem ser observadas:

- a) objetividade; embora muito tenha se avançado em direção à avaliação qualitativa, indicadores subjetivos dificultam a mensuração;
- b) mensurabilidade; deve ser possível a quantificação dos indicadores em alguma escala determinada de valores;
- c) compreensibilidade; as medidas precisam informar sobre o desempenho e ter significado aos usuários;
- d) comparabilidade; os indicadores devem permitir a comparação entre períodos para uma mesma firma ou num conjunto de empresas;
- e) custo; a informação gerada pela avaliação deve ter utilidade comparada ao custo de obtê-la.

Sob o aspecto econômico os indicadores evidenciam a situação do capital próprio e o resultado produzido pela atividade operacional da empresa, que contribui para o aumento ou redução deste capital. Já sob o aspecto financeiro os indicadores demonstram, basicamente, as disponibilidades da empresa em relação aos seus compromissos e necessidades operacionais e à sua estrutura de capitais (FERREIRA FILHO, 2003). Os indicadores econômico-financeiros procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis, para que seja possível melhor analisar a situação da empresa. Nessa análise se utiliza um número índice, ou seja, um valor monetário extraído do exercício que se pretende comparar por meio de um índice

(ASSAF NETO, 2006). Para Hoji (1999, p. 274), a “técnica de análise por meio de índices consiste em relacionar contas e grupos de contas para extrair conclusões sobre tendências e situação econômico-financeira da empresa”.

De acordo com Matarazzo (2003), os indicadores podem ser divididos em grupos que revelem a situação financeira da empresa (índices de estrutura de capitais e de liquidez) e a situação econômica (índices de rentabilidade e retorno). Ross, Westerfield e Jaffe (2002) complementam acrescentando grupos de índices de atividade, alavancagem e valor. Para os autores cada índice gera informações próprias que devem ser analisadas posteriormente em conjunto:

- a) liquidez contábil: refere-se a agilidade com que os ativos podem ser convertidos em dinheiro;
- b) estrutura de capitais (solvência a curto prazo): evidencia a capacidade de pagamento de obrigações a curto prazo da empresa;
- c) atividade: demonstra a capacidade de gestão dos investimentos em ativos;
- d) alavancagem: proporção na qual a empresa se apóia em recursos de terceiros;
- e) rentabilidade: nível de lucratividade da empresa em relação ao capital;
- f) valor: valor da empresa avaliada pelo mercado.

Nas próximas seções são apresentados índices econômico-financeiros agrupados em: indicadores de liquidez, indicadores de atividade, indicadores de rentabilidade, indicadores de estrutura e indicadores de alavancagem. Ressalva-se, porém, que a interpretação atribuída a cada indicador está na sua forma generalizada e individualizada, e se utilizada dessa forma poderá distorcer os resultados da análise da situação da empresa. Os exemplos relatados na situação 1 e 2 ilustram como esta distorção poderá ocorrer.

Situação 1 – índice de liquidez corrente: uma empresa poderia apresentar um índice de liquidez corrente de \$20 para cada \$1 de obrigações. Interpretando-se de forma literal, este índice é do tipo quanto maior, melhor, no entanto, verifica-se que a empresa possui um excesso de recursos sem destinação para sua atividade.

Situação 2 – índice de endividamento: um alto grau de endividamento poderia evidenciar que a empresa não possui capacidade de geração de caixa suficiente para pagar suas contas ou para aplicar na atividade. Assim, de forma literal, a interpretação desse índice é quanto maior, pior. Entretanto, se o custo da dívida for menor que os ganhos proporcionados pela aplicação dos recursos na atividade operacional ou em aplicações financeiras, a empresa estará alavancando os ganhos proporcionados aos acionistas.

### 2.2.3.1 Indicadores de liquidez

Os indicadores de liquidez têm sua importância pela mensuração e demonstração do potencial de pagamento dos compromissos financeiros assumidos pela empresa no curto e no longo prazo, ou seja, apresentam um indicador de capacidade da empresa de pagar suas dívidas, evidenciando sua solvência ou se há riscos de insolvência (ASSAF NETO 2006; MATARAZZO 2003; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE 2002; SILVA 1995).

Sob o aspecto financeiro, Zani (2005) complementa que estes índices objetivam evidenciar a retenção ou o uso de disponibilidades da firma, sendo que quanto maior a retenção, maior é a capacidade financeira e a constituição de garantias para fazer frente às restrições financeiras. Em épocas de crises monetárias, como a ocorrida na Argentina em 2001, por exemplo, empresas que acumularam recursos em período anterior à crise puderam sobreviver à ela e ainda comprar ativos dos concorrentes mais desesperados a preços baixos (DAMODARAN, 2007).

A interpretação para esses índices então é de quanto maior, melhor. Porém, Kayo (2002) observa que, em uma primeira análise, uma liquidez alta pode significar segurança aos *stakeholders* da empresa. Mas, por outro lado, disponibilidades em excesso podem estar indicando a ausência de projetos de investimento, o que pode comprometer o crescimento futuro da organização. Se a liquidez apresentar índice menor que 1, então as dívidas superam o estoque de recursos para o seu pagamento. Se o índice for igual ou maior que 1, significa que há um equilíbrio nas contas ou recursos sobressalentes às dívidas.

$$I) \text{ Liquidez corrente} = (\text{Ativo Circulante} \div \text{Passivo Circulante})$$

Representa quanto a empresa tem em numerários, bens e direitos realizáveis no curto prazo para pagar as dívidas de igual período. Esse índice tem sua validade como instrumento comparativo entre empresas semelhantes (porte, atividade, região), porém, de forma isolada necessita de informações complementares, como o tipo de atividade da empresa e seu ciclo financeiro.

$$II) \text{ Liquidez geral} = [(\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}) \div (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo})]$$

Representa quanto a empresa possui em numerários, bens e direitos realizáveis no curto e longo prazos para honrar suas dívidas totais. Este índice é o oposto da imobilização do patrimônio líquido (vide seção 2.2.3.8); quando um deles cresce, o outro decresce, ou seja,

quanto maior a aplicação de recursos próprios em immobilizações menor será a aplicação destes recursos no capital de giro e vice-versa. A esse respeito, Schvirck (2006, p. 67) enfatiza que “dificilmente o realizável a longo prazo tem os mesmos prazos dos exigíveis. Se na liquidez corrente o prazo está limitado ao exercício seguinte, na liquidez geral os prazos de exigíveis e realizáveis podem estender-se por cinco, dez, vinte ou mais anos”.

Observa-se que com exceção das aplicações financeiras de longo prazo, as contas realizáveis no longo prazo representam, na sua maioria, valores desembolsados pela empresa e não remunerados, o que não ocorre com o exigível, composto principalmente por empréstimos e financiamentos de longo prazo. Dessa forma, quanto maior o prazo do realizável a longo prazo e menor o prazo do exigível a longo prazo, menor também será o retorno sobre o ativo. Acrescenta-se ainda que se o índice obtido no cálculo for menor do que 1, então a empresa dependerá de lucros futuros, da renegociação de dívidas ou venda de ativos para manter a solvência (EXAME, 2007).

**III) Variação do estoque de liquidez = [(Variação do Disponível + Variação Aplicações Financeiras de Curto Prazo) ÷ Ativo Total médio]**

Adaptado de Zani (2005), este indicador objetiva captar a retenção ou o uso de caixa da firma, utilizando o conceito de fluxo financeiro, em relação ao total do ativo. Nesse sentido, quanto maior a retenção, maior é a capacidade financeira para fazer frente às restrições financeiras. Se esse índice se mostra positivo ou inexpressivo (próximo de zero), sinaliza claramente a situação de uma empresa que não sofre restrição financeira no mercado, podendo captar, externamente, todos os fundos necessários para aproveitar as oportunidades oferecidas pelo mercado.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 6, os indicadores de liquidez comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Liquidez corrente	$LC = \frac{AC}{PC}$	Representa os numerários, bens e direitos de curto prazo que a empresa possui para pagar as dívidas de igual período.	Quanto maior, melhor
Liquidez geral	$LG = \frac{AC + RLP}{PC + ELP}$	Representa os numerários, bens e direitos da empresa realizáveis no curto e longo prazos para honrar suas dívidas totais.	Quanto maior, melhor
Variação do Estoque de Liquidez	$EL = \frac{(\Delta Disp + \Delta Aplic)}{ATm}$	Objetiva captar a retenção ou o uso de caixa da firma, utilizando o conceito de fluxo financeiro, em relação ao total do ativo.	Quanto maior, melhor

Onde: AC: Ativo circulante; APLIC: Aplicações financeiras de curto prazo; ATm: Ativo total médio; DISP: Disponibilidades; ELP: Passivo exigível a longo prazo; PC: Passivo circulante; RLP: Ativo realizável a longo prazo; Δ: Variação.

**Quadro 6: Indicadores de liquidez**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Ross, Westerfield, Jaffe (2002); Silva (1995)

### 2.2.3.2 Indicadores de atividade

Toda empresa produz bens e/ou serviços que deverão ser vendidos, gerando direito a um recebimento. Este processo desencadeia o seu ciclo operacional, que pode ser definido como as fases operacionais compreendidas desde a aquisição de materiais para a produção até o recebimento das vendas efetuadas (ASSAF NETO, 2006).

Os indicadores que revelam esse ciclo, também chamados de índices de atividade, permitem uma análise do desempenho operacional da empresa pela mensuração da eficiência com que os ativos são utilizados, sendo que o valor desses índices reflete a política de crédito, a política de pagamentos e a política de estoques adotada pela empresa (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

$$\text{IV) Prazo médio de estocagem} = [(\text{Estoque médio} \div \text{Custo dos Produtos Vendidos}) \times \text{dias do período}]$$

Representa o tempo médio compreendido da data de aquisição dos materiais até a venda dos produtos. O uso do valor dos estoques de encerramento do exercício poderá distorcer o resultado da análise quando a empresa possuir sazonalidades em suas atividades, sendo indicado, quando disponível, o uso do estoque médio mensal.

$$\text{V) Prazo médio de recebimento} = [(\text{Duplicatas a Receber média} \div \text{Vendas Brutas}) \times \text{dias do período}]$$

Representa o tempo médio que a empresa espera para receber as vendas realizadas durante o exercício, sendo utilizado o valor médio anual da conta duplicatas a receber para o cálculo do índice.

$$\text{VI) Prazo médio de pagamento} = [(\text{Fornecedores média} \div \text{Compras}) \times \text{dias do período}]$$

Representa o tempo médio que a empresa demora em pagar suas compras. Por ser o valor das compras uma informação interna da empresa e não publicada nas demonstrações contábeis, é freqüente a ausência deste indicador.

Apresenta-se de forma resumida no Quadro 7, os indicadores de atividade comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Prazo médio de estocagem	$PME = \frac{ESTm}{CPV} \times DP$	Representa o tempo médio compreendido da data de aquisição dos materiais até a venda dos produtos.	Quanto maior, pior
Prazo médio de recebimento	$PMR = \frac{DRm}{VB} \times DP$	Representa o tempo médio que a empresa precisa para receber suas vendas durante o exercício.	Quanto maior, pior
Prazo médio de pagamento	$PMP = \frac{FORm}{C} \times DP$	Representa o tempo médio negociado pela empresa junto aos seus fornecedores para o pagamento de suas compras.	Quanto maior, melhor

Onde: C: Compras; CPV: Custo dos produtos vendidos; DP: Dias do período, sendo que um ano equivale a 360 dias; DRm: Duplicatas a receber médio; ESTm: Estoque médio; FORm: Fornecedores média; VB: Venda bruta.

#### **Quadro 7: Indicadores de atividade**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Silva (1995).

### **2.2.3.3 Indicadores de lucratividade**

Os índices de lucratividade evidenciam a qualidade do resultado econômico da empresa, possibilitando o estudo da viabilidade econômica do negócio (ASSAF NETO, 2006; MATARAZZO, 2003; SILVA, 1995).

$$VII) \quad \textit{Margem líquida} = [(\textit{Lucro Líquido} \div \textit{Vendas Líquidas}) \times 100]$$

Representa a lucratividade das operações da empresa mediante a comparação do lucro líquido em relação às vendas líquidas do período. As margens de lucro são medidas diretas de rentabilidade porque se baseiam na receita operacional total e não nos investimentos efetuados em ativos.

$$VIII) \quad \textit{Margem bruta} = [(\textit{Lucro Bruto} \div \textit{Vendas Líquidas}) \times 100]$$

Mede a rentabilidade das vendas após a dedução do custo dos produtos ou mercadorias vendidas, ou ainda dos serviços prestados, demonstrando também se houve redução ou incremento desse custo em relação às vendas líquidas (LUCINI, 2005).

$$IX) \quad \textit{Margem operacional} = [(\textit{Resultado Operacional Bruto} \div \textit{Vendas Líquidas}) \times 100]$$

Demonstra a relação existente entre o lucro das operações e as vendas líquidas do período, ou seja, a lucratividade das vendas após a dedução dos custos e despesas operacionais (LUCINI, 2005). Evidencia também se houve variações no nível dos custos e despesas em relação às vendas. Para Gitman (1997), este indicador mede o lucro operacional puro obtido em cada unidade monetária de venda. O lucro operacional, denominado neste estudo de resultado operacional bruto, é puro, no sentido de que ignora quaisquer despesas financeiras ou obrigações (juros ou imposto de renda) e considera somente os lucros auferidos

pela empresa em suas operações. Em relação às margens de lucro sobre vendas, Meuse *et al.* (2004) argumentam que esta relação pode ser uma *proxy* inversa para o custo de produção de cada unidade monetária de vendas, ou seja, se o custo por unidade produzida diminuir, a margem de lucro subirá.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 8, os indicadores de lucratividade comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Margem líquida	$ML = \frac{LL}{VL} \times 100$	Representa a lucratividade das operações da empresa pela comparação do lucro líquido em relação às vendas líquidas do período.	Quanto maior, melhor
Margem bruta	$MB = \frac{LB}{VL} \times 100$	Representa a lucratividade das operações da empresa pela comparação do lucro bruto em relação às vendas líquidas do período.	Quanto maior, melhor
Margem operacional	$MO = \frac{ROB}{VL} \times 100$	Representa a lucratividade das operações da empresa comparando o lucro operacional com as vendas líquidas do período.	Quanto maior, melhor

Onde: LL: Lucro líquido; LB: Lucro bruto; ROB: Resultado operacional bruto; VL: Vendas líquidas.

**Quadro 8: Indicadores de lucratividade**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995).

### 2.2.3.4 Indicadores de rentabilidade e retorno

De forma idêntica aos índices de lucratividade, porém evidenciando a rentabilidade e o retorno dos capitais investidos, os indicadores de rentabilidade e retorno permitem a análise da viabilidade econômica das empresas (ASSAF NETO, 2006; MATARAZZO, 2003; SILVA, 1995). No entanto, há diferença entre lucratividade e rentabilidade, sendo a primeira uma medida estritamente econômica, cujo resultado depende da capacidade da firma em gerar lucros e a segunda uma medida econômico-financeira, que compara a geração de lucros à estrutura patrimonial da empresa. “Uma empresa lucrativa não é necessariamente uma empresa rentável, a menos que utilize seus recursos de forma eficaz” (KAYO, 2002, p. 66).

Porém, Ross, Westerfield, Jaffe (2002) destacam que esses índices, embora indiquem a vitalidade da empresa, medem a sua rentabilidade passada ou corrente baseada em informações contábeis, não oferecendo um padrão de comparação. Os autores remetem às limitações das demonstrações contábeis quanto ao valor de mercado da empresa. Já a utilização do resultado operacional bruto (lucro/prejuízo operacional) e do ativo operacional para o cálculo destes indicadores, visa atender o escopo desta pesquisa em apurar o desempenho econômico-financeiro da atividade calçadista. A interpretação genérica para esses indicadores é quanto maior, melhor.

$$X) \text{ Retorno sobre o Ativo} = [(\text{Resultado Operacional Bruto} \div \text{Ativo Operacional médio}) \times 100]$$

Representa a rentabilidade que a empresa obtém em relação ao ativo total médio. Este índice pode ser obtido também por meio da multiplicação da margem operacional pelo giro do ativo. Esta medida examina a rentabilidade de uma companhia em relação aos recursos investidos. É um índice de retorno que indica a eficiência do uso dos recursos investidos (MEUSE *et al*, 2004).

$$XI) \text{ Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = [(\text{Resultado Operacional Bruto} \div \text{Patrimônio Líquido médio}) \times 100]$$

Representa o retorno gerado pela atividade operacional da empresa em relação ao patrimônio investido, considerando-se o lucro como prêmio do acionista pelo risco no negócio. Conforme evidenciado na Figura 7 (seção 2.2.3.5) este indicador pode ser obtido também mediante a multiplicação do retorno sobre o ativo pela alavancagem financeira.

Segundo Schvirck (2006) não existe consenso da literatura contábil sobre o denominador dessa fórmula, tendo alguns autores defendido o uso do patrimônio líquido inicial, outros o valor médio do patrimônio líquido ou ainda o uso do patrimônio líquido final. Então, visto que as demonstrações contábeis não permitem conhecer a formação mensal do lucro operacional e do patrimônio líquido, é prudente a utilização do patrimônio líquido médio anual como um denominador menos arbitrário, tendo em vista que a formação do resultado ocorreu durante os doze meses subsequentes ao patrimônio líquido do exercício anterior.

Para Meuse *et al* (2004), o retorno sobre o patrimônio líquido é a melhor medida em termos de determinar a taxa de retorno para os proprietários da empresa. Perobelli, Pereira e David (2006) complementam que o ROE (*Return on Equity*) ou RSPL (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), é composto pela combinação de margem operacional de vendas, giro do ativo e grau de alavancagem financeira, sendo esta última decorrente da existência de capital de terceiros no financiamento dos ativos. No entanto, Perobelli, Pereira e David (2006) advertem que o ROE será alavancado positivamente pelo aumento da proporção do capital de terceiros somente quando a taxa de retorno sobre o ativo operacional da empresa for superior à taxa média de custo do capital de terceiros. Do contrário, um aumento do grau de alavancagem pode reduzir a rentabilidade da empresa.

Depreende-se do parágrafo anterior que para haver incremento na rentabilidade da empresa por meio da captação de recursos de terceiros, faz-se necessário que o custo dessa

captação (juros e correção monetária) seja inferior ao valor dos ganhos auferidos pela aplicação dos recursos na atividade operacional ou em aplicações financeiras, conforme já comentado no exemplo citado na situação 2 da página 36 deste estudo.

$$\text{XII) Valor Econômico Agregado} = [\text{Resultado Operacional Bruto} - (\text{Custo de Oportunidade} \times \text{Patrimônio Líquido médio})]$$

O Valor econômico agregado (VEA), conforme Assaf Neto (2006), é tido como o resultado em excesso ganho pela empresa em relação à remuneração mínima exigida pelos seus credores e acionistas. Quando este valor resultar negativo, significa que o valor da empresa está sendo reduzido ao invés de sofrer incremento. Pode ser calculado a partir do lucro operacional, deduzido da taxa do custo de oportunidade multiplicado pelo Patrimônio Líquido médio.

Para o cálculo do custo de oportunidade, neste estudo, foi aplicada a taxa SELIC média diária ponderada referente aos respectivos períodos. O custo de oportunidade substitui o custo médio ponderado de capital, consideradas as dificuldades de se apurá-lo e permite a comparabilidade da rentabilidade do negócio a um investimento financeiro ou qualquer outro investimento alternativo à atividade operacional das empresas.

$$\text{XIII) Índice de desempenho empresarial} = [(\text{Retorno sobre Patrimônio Líquido} + \text{Retorno sobre Vendas} + \text{Retorno sobre Ativo}) \div 3]$$

Chang, Chang e Hsin (2006) descrevem que o índice de desempenho empresarial, “*business performance composite índices (BPCI)*” encontrado nos estudos de Lee (1987), é uma medida efetiva para predizer o desempenho empresarial e o entendimento do desempenho financeiro, auxiliando os gestores na escolha da dimensão estratégica apropriada para a empresa.

Margem de lucro, retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre as vendas, são indicadores-chave para medir o desempenho empresarial, destacando-se o lucro como o indicador mais significativo (CHANG; CHANG; HSIN, 2006). Este índice mescla o resultado econômico e resultado financeiro da empresa numa única medida resultante da média dos três indicadores que o compõe, predizendo o desempenho empresarial mediante a junção da lucratividade no período com o retorno sobre os investimentos e o retorno sobre o capital próprio, ou seja, evidenciando a capacidade da empresa em gerar riqueza com o auxílio da sua atividade e dos recursos próprios.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 9, os indicadores de rentabilidade e retorno comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Retorno sobre o ativo	$ROA = \frac{ROB}{ATm} \times 100$	Representa o retorno que a empresa propicia em relação ao ativo total.	Quanto maior, melhor
Retorno sobre o patrimônio líquido	$RSPL = \frac{ROB}{PLm} \times 100$	Representa o retorno gerado pela empresa em relação ao capital investido, considerando o lucro como prêmio pago ao investidor pelo risco do negócio.	Quanto maior, melhor
Valor Econômico Agregado	$VEA = ROB - (CO \times PL)$	Permite comparar a rentabilidade do negócio com um investimento financeiro alternativo à atividade operacional das empresas.	Quanto maior, melhor
Índice de desempenho empresarial	$IDE = \frac{RSPL+RVL}{3} + ROA$	É uma medida para prever o desempenho empresarial e o entendimento do desempenho financeiro.	Quanto maior, melhor

Onde: ATm: Ativo total médio; CO: Custo de oportunidade; PLm: Patrimônio líquido médio; ROB: Resultado operacional bruto; ROA: Retorno sobre o ativo; RSPL: Retorno sobre o patrimônio líquido; RVL: Retorno sobre as Vendas líquidas.

**Quadro 9: Indicadores de rentabilidade e retorno**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995).

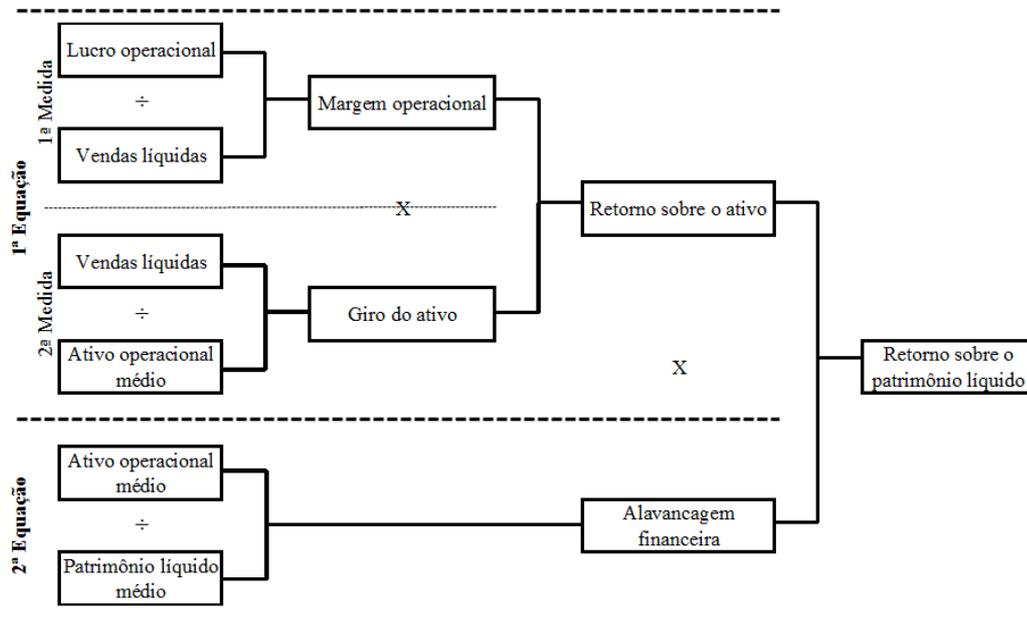
### 2.2.3.5 Correlação entre indicadores de lucratividade e rentabilidade

Da permeabilidade entre os índices de lucratividade e rentabilidade, extrai-se o índice de retorno sobre o patrimônio líquido e o índice de retorno sobre o ativo, com o auxílio do sistema DuPont, difundido mundialmente a partir da década de 1930. Brown, Fuller e Kirby (1999) destacam que a difusão do sistema DuPont como ferramenta de avaliação das relações entre as operações da firma e sua condição financeira ocorreu mais fortemente nas grandes corporações, pois durante pelo menos 70 anos poucas evidências foram encontradas na literatura que relatam a aplicação do sistema pelas pequenas empresas.

O sistema DuPont, apresentado de forma adaptada ao escopo desta pesquisa conforme a Figura 7, une a demonstração do resultado do exercício com o balanço patrimonial em um modelo que utiliza quatro informações: lucro operacional, vendas, ativo operacional e patrimônio líquido. Brown, Fuller e Kirby (1999) complementam que o uso dessas quatro informações permite a extração de cinco variáveis financeiras que identificam o desempenho das empresas sendo:

- a) margem operacional; mede o percentual do lucro operacional em relação às vendas;
- b) giro do ativo: indica a eficiência com que a firma utiliza seus recursos para gerar receitas;
- c) retorno sobre o ativo; avalia a capacidade da empresa produzir lucros em relação aos recursos investidos;

- d) alavancagem financeira; serve como instrumento para medir o grau de endividamento financeiro;
- e) retorno sobre o patrimônio líquido; reflete o retorno obtido em relação aos recursos próprios investidos pelos proprietários da empresa.



**Figura 7: Sistema DuPont**

Fonte: adaptado de Brown, Fuller e Kirby (1999).

Por sua vez, as cinco variáveis produzem duas equações que servem de fundamento do sistema DuPont: (1) margem operacional x giro do ativo = retorno sobre o ativo; (2) retorno sobre o ativo x alavancagem financeira = retorno sobre o patrimônio líquido.

Brown, Fuller e Kirby (1999) argumentam que na primeira equação o enfoque está na rentabilidade do lucro em relação às vendas e das vendas em relação aos recursos (ativos). A primeira medida identifica o quanto das vendas é destinado para a cobertura dos custos da empresa e o quanto provem de lucro para seus proprietários (margem operacional). A segunda medida compara o lucro ao montante de recursos aplicados pelos proprietários e credores, verificando se a empresa produz um lucro satisfatório e também permite identificar se está sendo administrada eficientemente (giro do ativo). Já a segunda equação revela a relação existente entre os recursos totais e o patrimônio líquido, permitindo identificar também o endividamento da empresa com terceiros, sinalizando o grau de risco gerado pelas dívidas que financiam a empresa.

O giro dos recursos próprios, extraído das vendas sobre o Patrimônio líquido, que demonstra a quantidade de vezes que o capital próprio investido na empresa girou em função das vendas realizadas em determinado período também pode ser extraído do cálculo: Giro dos recursos próprios = Retorno sobre o patrimônio líquido ÷ Margem operacional. Assaf Neto

(2006) acrescenta que a análise do retorno sobre o ativo permite avaliar o giro do ativo, indicador que exerce influência direta sobre o desempenho dos investimentos da empresa.

### 2.2.3.6 Indicadores do EBITDA

O EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation/depletion and amortization*), ou lucro antes das despesas financeiras líquidas, impostos sobre o lucro, depreciação/exaustão e amortização, equivale ao lucro operacional gerado pelo negócio acrescido das depreciações, independente da forma como ele é financiado e revela a genuína capacidade operacional de geração de caixa de uma empresa (ASSAF NETO, 2006).

Para Zani (2005, p. 126), o EBITDA “representa a verdadeira capacidade de pagamento das firmas”, sendo que quando maior ele for, maior será a capacidade financeira da empresa e, conseqüentemente, maior a capacidade de pagamento e possibilidades de levantamento de recursos no mercado. Segundo a revista Exame (2007), o EBITDA equivale ao caixa gerado pelas operações da empresa.

Depreende-se dos parágrafos anteriores, que o EBITDA representa a geração de caixa da atividade operacional da empresa (lucro operacional mais custos e despesas de depreciação não desembolsáveis) em determinado exercício, independentemente de o fluxo financeiro ocorrer no presente ou futuro, ou seja, da data da efetiva entrada dos referidos recursos no caixa da empresa. Assaf Neto (2006) ressalva que uma empresa pode apresentar pelo EBITDA alta formação de caixa, mas enfrentar dificuldades financeiras pelo alto volume de disponibilidades absorvido pelas necessidades de reinvestimento.

A importância deste indicador é exemplificada por Damodaran (2007), ao relatar que, nos anos 1990 o EBITDA serviu de base para estudos de Saunders, Strock e Travlos, que pesquisaram 5.452 empresas em 38 países. Esta medida popular de desempenho empresarial captura o resultado não-financeiro das corporações e corresponde ao aluguel do capital multiplicado pela quantidade de capital (HALL, 2003).

$$XIV) \quad \text{Cash flow} = [(EBITDA \div \text{Ativo Total médio}) \times 100]$$

Esse índice representa a capacidade de pagamento das firmas. Quanto mais elevado ele for, maior será a capacidade financeira da empresa e, em princípio, menor a sua dependência de capital de terceiros. Um elevado índice também pode indicar forte capacidade de pagamento e, por conseqüência, de levantamento de recursos no mercado (ZANI, 2005).

$$XV) \quad \text{Margem do EBITDA} = [(EBITDA \div \text{Vendas Líquidas}) \times 100]$$

A margem do EBITDA sobre vendas representa o lucro gerado nas operações em relação às vendas da empresa (Info Exame, 2006). Lembrando que o EBITDA é o lucro gerado pelo negócio acrescido das depreciações, pode-se inferir que este indicador expressa o quanto da receita de vendas é absorvido pelos custos e despesas operacionais e o quanto contribui para a formação de caixa da empresa.

$$XVI) \quad \text{Índice de cobertura de juros} = [(EBITDA \div \text{Despesas Financeiras}) \times 100]$$

A utilização do EBITDA neste indicador verifica a relação das despesas financeiras de uma empresa com sua capacidade de geração de fluxo de caixa operacional para pagá-las. Da mesma forma que o índice apurado pelo lucro operacional (seção 2.2.3.8), este índice pretende estimar qual a capacidade de geração de recursos para cobrir as despesas financeiras (SILVA, 1995).

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 10, os indicadores do EBITDA comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Cash flow	$CF = \frac{EBITDA}{ATm} \times 100$	Representa a capacidade de pagamento das firmas. Quanto maior, em princípio, menor será a dependência de capital de terceiros.	Quanto maior, melhor
Margem do EBITDA	$ME = \frac{EBITDA}{VL} \times 100$	Representa o lucro gerado na operação em relação às vendas da empresa.	Quanto maior, melhor
Índice de cobertura de juros	$ICJe = \frac{EBITDA}{DF} \times 100$	Relaciona as despesas financeiras de uma empresa com sua capacidade de geração de caixa para pagá-las.	Quanto maior, melhor

Onde: EBITDA: Lucro antes das despesas financeiras líquidas, impostos sobre lucros; depreciação/exaustão e amortização; ATm: Ativo total médio; DF: Despesas financeiras; VL: Vendas líquidas.

**Quadro 10: Indicadores do EBITDA**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Info Exame (2006); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995); Zani (2005).

### 2.2.3.7 Indicadores de endividamento

Silva (1995) destaca que os índices de endividamento relacionam a composição de capitais entre próprio e de terceiros, buscando relações na estrutura da dívida da empresa, servindo também para medir o grau de imobilização de recursos. Outro aspecto é a relação direta destes às dívidas com instituições financeiras ou outros tipos de dívida financeira.

Sob o aspecto financeiro, sempre que a relação capital de terceiros *versus* patrimônio líquido aumenta, reduz a liberdade de tomada de decisões financeiras da empresa quanto à aplicação dos recursos, tendo em vista que as restrições impostas pelos credores como

garantias da dívida. Ainda sob esse ponto de vista, os índices de endividamento auxiliam na análise do risco de insolvência da empresa, ou seja, ausência de liquidez, e em relação ao valor vencível no curto e longo prazo (MATARAZZO, 2003) evidenciando as variações positivas ou negativas no saldo das obrigações de curto ou longo prazo (ZANI, 2005).

Para Myers (2001) as relações de dívida da indústria para com terceiros são geralmente baixas ou negativas (existência de aplicação financeira líquida) quando a rentabilidade e o risco do negócio são altos. Quando o risco do negócio é alto, o custo da dívida tende a ser elevado, então os investimentos são realizados com aportes dos acionistas e com recursos gerados pela empresa. Ao contrário, firmas com menor rentabilidade possuem maior necessidade de captação de recursos de terceiros e, por conseguinte, acumula maior dívida. Em suma, os índices de endividamento indicam “o grau de dependência da empresa com relação a capital de terceiros e o nível de imobilização do capital. Quanto menor o índice, melhor” (HOJI, 1999, p. 277), salvo se o custo da dívida for inferior aos ganhos proporcionados pela aplicação dos recursos captados, conforme já mencionado no decorrer deste estudo.

$$\text{XVII) } \textit{Composição do endividamento} = [(\textit{Passivo Circulante} \div \textit{Passivo Exigível total}) \times 100]$$

Representa a participação do capital de terceiros no curto prazo em relação ao total das exigibilidades, permitindo a comparabilidade das obrigações de curto prazo com as obrigações totais. Evidencia o crescimento das dívidas no curto ou longo prazo e qual a necessidade de geração de recursos para o seu pagamento.

$$\text{XVIII) } \textit{Dependência financeira} = [(\textit{Passivo Exigível total} \div \textit{Ativo Total}) \times 100]$$

Representa a porcentagem dos ativos financiada pelo capital de terceiros, evidenciando a dependência da empresa em relação a estes. Quanto menos a empresa é dependente de recursos de terceiros para o financiamento do ativo, melhor será a sua estrutura de capital. É importante verificar se a empresa possui dívida financeira subsidiada, tais como de financiamento do governo para incentivar investimentos, e que tais recursos podem ser aplicados pelas empresas a taxas maiores que as de captação.

$$\text{XIX) } \textit{Participação do capital de terceiros} = \{[(\textit{Passivo Circulante} + \textit{Passivo Exigível a Longo Prazo}) \div \textit{Patrimônio Líquido}] \times 100\}$$

Representa a relação entre os recursos de terceiros e os recursos próprios aplicados na empresa, ou seja, evidencia a dependência da empresa em relação aos recursos de terceiros.

Quanto maior a participação do capital de terceiros, maior a dependência financeira em relação a ele, sinalizando insuficiência de recursos próprios para aplicação na empresa e risco de insolvência. Do contrário, sinaliza solvência da empresa.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 11, os indicadores de endividamento comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Composição do endividamento	$CE = \frac{PC}{PC+ELP} \times 100$	Representa a participação do capital de terceiros de curto prazo em relação ao total das exigibilidades.	Quanto maior, pior
Dependência financeira	$DF = \frac{PC+ELP}{AT} \times 100$	Representa a porcentagem dos ativos financiados pelos recursos de terceiros.	Quanto maior, pior
Participação do capital de terceiros	$PCT = \frac{CT}{PL} \times 100$	Representa a relação entre os recursos de terceiros e os recursos próprios aplicados na empresa.	Quanto maior, pior
Onde: PC: Passivo circulante; ELP: Passivo exigível a longo prazo; AT: Ativo total; PL: Patrimônio líquido; CT: Capital de terceiros.			

**Quadro 11: Indicadores de endividamento**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995).

### 2.2.3.8 Indicadores de estrutura

Os índices de estrutura de capitais, segundo Matarazzo (2003, p.151), “mostram as grandes linhas de decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos”. Por meio desses indicadores é possível analisar a composição da estrutura de capitais da empresa, e em conjunto com os demais indicadores permitem avaliar se as atividades desenvolvidas no período em análise geraram riqueza agregada ao patrimônio da empresa ou se, ao contrário, tornaram-na dependente de recursos de terceiros.

$$XX) \quad \text{Giro do ativo} = (\text{Vendas Líquidas} \div \text{Ativo Operacional médio})$$

Este indicador representa a velocidade com que os investimentos da empresa geram receita de vendas, indicando o nível de atividade como referência de eficiência no uso dos recursos investidos na empresa. Quanto maior o índice, melhor.

Na utilização do ativo operacional médio, é prudente que o ativo do ano anterior seja corrigido, atribuindo-se a ele o mesmo poder de compra da moeda do ano subsequente. O aumento desse índice demonstra tendência de oportunidades de investimento, pois sinaliza vendas crescentes em relação ao valor investido. Consoante a Exame (2007), o giro do ativo mede a eficiência operacional da empresa, devendo ser comparado com a margem de lucro sobre vendas.

Com referência a essa comparação, Meuse *et al* (2004) exemplificam que se uma firma pode mediante ajustes na estrutura, reduzir o nível de ativos e o número de empregados e, simultaneamente, manter ou aumentar o nível de produtividade e vendas, aumentará a eficiência dos seus ativos. Em contraste, se as vendas caem significativamente com a redução de pessoal, a eficiência dos ativos poderia permanecer constante ou até mesmo reduzir.

Constata-se que a margem de lucro mede a eficiência da empresa em relação ao resultado econômico da atividade operacional e que o giro do ativo verifica a eficiência do uso dos ativos na geração desse lucro. No exemplo dado por Meuse *et al.* (2004), evidencia-se uma situação em que o aumento da eficiência se dá pela redução de custos operacionais e com a dimensão dos investimentos em ativos. Zani (2005, p.127) complementa que “o aumento desse índice tende a indicar oportunidades de investimento, pois sinaliza vendas crescentes em relação ao valor investido”.

$$\text{XXI) } \textit{Imobilização do Patrimônio Líquido} = \left[ \frac{\textit{Ativo Permanente}}{\textit{Patrimônio Líquido}} \right] \times 100$$

Demonstra o grau de utilização dos recursos próprios da empresa para investimento no ativo permanente e quanto destes recursos se destina para financiar o ativo circulante. Este índice envolve decisões estratégicas da empresa quanto a investimentos que caracterizam o risco da atividade. Quanto maior esse índice, maior será a necessidade da empresa de captação de recursos de terceiros, ou próprios, para suprir sua necessidade de capital de giro.

$$\text{XXII) } \textit{Imobilização dos recursos não correntes} = \left[ \frac{\textit{Ativo Permanente}}{\textit{Patrimônio Líquido} + \textit{Passivo Exigível a Longo Prazo}} \right] \times 100$$

Demonstra o percentual de recursos próprios e de terceiros de longo prazo destinados ao ativo permanente. Matarazzo (2003, p. 158) argumenta que “o ideal em termos financeiros é a empresa dispor de patrimônio líquido suficiente para cobrir o ativo permanente” e ainda sobrar recursos suficientes para financiar o ativo circulante.

Ressalva-se que se houverem recursos financeiros com custo inferior ao almejado pelos acionistas para investir na empresa como, por exemplo, as já citadas linhas de crédito governamentais, esta pode captar recursos externos para investir no permanente e destinar os recursos próprios para as necessidades de curto prazo, cujo custo de captação normalmente é maior.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 12, os indicadores de estrutura comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Giro do ativo	$GA = \frac{VL}{AOM}$	Representa a velocidade com que os investimentos da empresa se transformam em volume de vendas, indicando o nível de atividade como referência de eficiência no uso dos recursos investidos na empresa.	Quanto maior, melhor
Imobilização do patrimônio líquido	$IPL = \frac{AP}{PL} \times 100$	Demonstra o grau de utilização dos recursos próprios da empresa para investimento no ativo permanente e quanto destes recursos dispõe para financiar o ativo circulante.	Quanto maior, pior
Imobilização dos recursos não correntes	$IRNC = \frac{AP}{PL+ELP} \times 100$	Demonstra o percentual de recursos não correntes destinados ao ativo permanente.	Quanto maior, pior

Onde: AP: Ativo permanente; AOM: Ativo operacional médio; DP: Dias do período; ELP: Passivo exigível a longo prazo; PL: Patrimônio líquido; VL: Vendas líquidas.

**Quadro 12: Indicadores de estrutura**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Matarazzo (2003); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995).

### 2.2.3.9 Indicadores de alavancagem

O termo alavancagem, de acordo com Sandroni (1996), é usado no mercado financeiro para designar a captação de recursos para serem utilizados em determinadas operações. Em um sentido mais estreito, significa a relação entre o endividamento de longo prazo e o capital empregado pelos acionistas. Para Assaf Neto (2006) os indicadores de alavancagem demonstram o desempenho referente ao resultado operacional e líquido da empresa. Ross, Westerfield e Jaffe (2002) descrevem que os índices de alavancagem financeira associam-se à mensuração de quanto a empresa utiliza recursos de terceiros ao invés de recursos próprios.

Segundo os autores, os índices de alavancagem financeira possibilitam a determinação da probabilidade de que a empresa deixe de saldar as dívidas contraídas, ao mesmo tempo em que fornecem informação aos credores referente a proteção contra a insolvência e à capacidade de obtenção de financiamento adicional pelas empresas, visando aproveitar oportunidades de investimento atraentes. São do tipo quanto maior, melhor.

$$\text{XXIII) Grau de alavancagem financeira} = (\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} \div \text{Retorno sobre o Ativo})$$

Indica a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários. Evidencia quanto o retorno dos investimentos com capital emprestado excede o seu custo de captação, ou seja, é a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de aumentar os resultados líquidos da empresa.

$$\text{XXIV) Grau de alavancagem operacional} = (\text{Variação no Resultado Operacional Bruto} \div \text{Variação nas Vendas})$$

Indica como uma alteração no volume da atividade influi sobre o lucro operacional da empresa. Permite que se conheça a viabilidade econômica do negócio, verificando quanto um determinado aumento percentual nas vendas representa um acréscimo no lucro operacional. Vale lembrar que, neste estudo, o lucro operacional equivale ao resultado operacional bruto.

Assaf neto (2006, p.132) argumenta que “a alavancagem operacional é possível pela presença de custos e despesas fixos na estrutura de resultados da empresa”, pois se mantém constantes ao longo do tempo e inalterados diante do volume de atividades da empresa. Portanto, qualquer acréscimo no nível dos custos e despesas fixas impactará diretamente na redução dos resultados obtidos com alavancagem operacional. Por outro lado o grau de alavancagem operacional também indica o nível de eficiência da empresa em utilizar a estrutura estabelecida.

$$\text{XXV) Grau de alavancagem total} = (\text{Grau de alavancagem financeira} \times \text{Grau de alavancagem operacional})$$

É a combinação da alavancagem operacional e financeira. Essa combinação permite identificar o quanto as alterações no volume de atividade da empresa alteram o resultado líquido dos acionistas.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 13, os indicadores de alavancagem comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Grau de alavancagem financeira	$GAF = \frac{RSPL}{ROA}$	Indica a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários e da empresa.	Quanto maior, melhor
Grau de alavancagem operacional	$GAO = \frac{\Delta LOP}{\Delta V}$	Indica como uma alteração no volume da atividade influi sobre o lucro operacional da empresa.	Quanto maior, melhor
Grau de alavancagem total	$GAT = GAO \times GAF$	Indica a repercussão e permite a avaliação dos reflexos de uma alteração no volume de vendas sobre o resultado operacional e líquido.	Quanto maior, melhor

Onde: LO: Lucro operacional; DF: Despesas financeiras; RSPL: Retorno sobre o patrimônio líquido; ROA: Retorno sobre o ativo;  $\Delta$ LOP: Variação do lucro operacional;  $\Delta$ V: Variação nas vendas.

**Quadro 13: Indicadores de alavancagem**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Ross, Westerfield e Jaffe (2002).

### 2.2.3.10 Correlação entre liquidez, rentabilidade e endividamento

Assaf Neto (2006) discute que o custo dos créditos de curto prazo deve ser menor que os de longo prazo em função do tempo de liquidação e da taxa de risco do emprestador, porém, considerando-se a premissa de que as aplicações de recursos no ativo devem gerar maior rentabilidade e com ganhos em produtividade ou redução de custos, o ativo permanente assume a preferência por investimentos.

Dessa forma, no que se refere às aplicações no curto prazo, verifica-se que a empresa, ao optar por segurança e risco financeiro baixo, procurará manter elevado seu capital circulante líquido. No entanto, se buscar maior rentabilidade, tende a reduzir o seu capital de giro, utilizando-se de uma parcela maior de capitais de terceiros de curto prazo. Constitui-se então um dilema entre liquidez e rentabilidade, ou seja, quando um aumenta, o outro reduz (ASSAF NETO, 2006).

A opção por maior segurança financeira para a empresa resulta em aumentar o seu grau de liquidez e, por conseguinte, a retenção de caixa da empresa. Tende-se com isso, a optar por uma rentabilidade menor em detrimento de oportunidades de investimentos alternativos que ofereçam maior rendimento, porém acompanhados de maior risco.

Perobelli, Pereira e David (2006) relatam que segundo os pressupostos da Teoria de Finanças, o lucro por ação deveria aumentar em contrapartida da redução do nível de liquidez da empresa, e justificam que os ativos de alto giro (curto prazo) possuem maior liquidez enquanto os de baixo giro (longo prazo) possuem menor liquidez. Como alta liquidez implica em baixo risco e como risco e retorno são proporcionais, os ativos de curto prazo normalmente são os de menor risco e, portanto, os que deveriam gerar o menor retorno para a empresa. Da mesma forma, os ativos permanentes deveriam ser os de maior risco e retorno.

Verifica-se então que as relações de liquidez, endividamento e rentabilidade constituem um *trade-off* para a empresa, inibindo-a de usufruir ao mesmo tempo de alta liquidez, baixo custo financeiro das dívidas e máxima rentabilidade. Assaf Neto (2006, p. 188) conclui que a empresa deve “optar por um volume de capital circulante líquido que satisfaça suas expectativas de risco-retorno, ou seja, que imprima um nível de segurança e rentabilidade adequadas”.

### 2.2.3.11 Demais indicadores

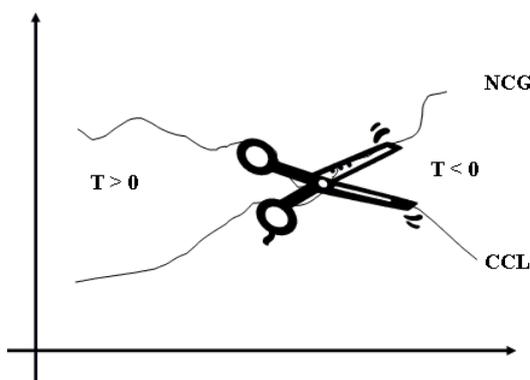
Outros índices demonstram a situação financeira da empresa por meio de indicadores extraídos do seu ciclo operacional (ASSAF NETO 2006; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE 2002; SILVA 1995).

$$\text{XXVI) Capital de giro} = \frac{[(\text{Ativo Circulante Operacional} - \text{Passivo Circulante Operacional})]}{\div \text{Ativo Total}}$$

Permite avaliar a saúde financeira da empresa demonstrando a necessidade, em termos percentuais, de recursos para financiar o ativo operacional e evidencia se ela convive com o denominado efeito tesoura, que se origina do crescente saldo de disponível negativo (NCG maior que CCL). O efeito tesoura pode ocorrer por um crescimento elevado do nível de atividade empresarial (*overtrade*), desvio de recursos do giro para imobilizações, entre outros.

$$\text{XXVII) Efeito tesoura} = (\text{Capital Circulante Líquido} - \text{Necessidade de Capital de Giro})$$

O efeito tesoura denota a necessidade de captação de recursos de terceiros sempre que o capital circulante líquido for inferior à necessidade de capital de giro. Casagrande (2001, p. 27) argumenta que o efeito tesoura é “um indicador de descontrole no crescimento de fontes onerosas de recursos de curto prazo”, sendo consequência do saldo em tesouraria crescentemente negativo por conta de prejuízos, distribuição excessiva de lucros, dependência persistente de empréstimos de curto prazo, com pagamento de altas taxas de juros, tendência de crescimento do ciclo financeiro, crescimento real das vendas a prazo, descasadas de prazo de fornecedores, aplicações no ativo imobilizado com recursos onerosos de curto prazo. A Figura 8 ilustra o efeito tesoura, onde NCG refere-se à necessidade de capital de giro e CCL ao capital circulante líquido.



**Figura 8: Efeito tesoura**

Fonte: adaptado de Fleuriet, Kehdy, Blanc (1978).

A NCG é financiada pelo saldo sobressalente dos recursos permanentes não aplicados em investidos permanentes, ou seja, pelo capital de giro, e por recursos de curto prazo. O capital de giro quando positivo indica disponibilidade de recursos de longo prazo para aplicação nos ativos de curto prazo, porém, quando negativo, evidencia que os recursos de longo prazo são insuficientes para as aplicações em ativos permanentes, sendo estes financiados por recursos de curto prazo. Esta última situação financeira indica baixa liquidez, alto endividamento e risco associado (EIFERT, 2003).

$$\text{XXVIII) } \quad \text{Índice de cobertura de juros} = (\text{Resultado Operacional Bruto} \div \text{Despesas Financeiras})$$

Relaciona as despesas financeiras de uma empresa com sua capacidade de pagá-las. É utilizado em grande escala por empresas de classificação de *rating*. A pretensão deste índice é estimar qual a capacidade de geração de recursos para cobrir as despesas financeiras (SILVA, 1995). Para o cálculo deste indicador não são considerados os juros de remuneração do capital próprio ou resultado negativo da equivalência patrimonial, classificados como despesas financeiras nas demonstrações contábeis.

$$\text{XXIX) } \quad \text{Coeficiente de overtrading} = (\text{Vendas Brutas} \div \text{Capital Circulante Líquido})$$

Vertes e Würch (1986) destacam que o coeficiente de *overtrading* demonstra a rotação do capital circulante líquido em relação às vendas da empresa. Este índice permite identificar a capacidade, em número de giros, que o valor do capital circulante líquido possui de financiar as vendas no período. Quanto maior o índice, maior é o aumento das vendas sem o correspondente aumento do capital circulante líquido para financiá-las e maior é a tendência da empresa de entrar em *overtrading*. Para apurar o indicador em dias, divide-se o número de dias do ano pelo coeficiente encontrado.

$$\text{XXX) } \quad \text{Taxa de crescimento sustentável} = [\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} \times (\text{Lucro Retido} \div \text{Lucro Líquido})]$$

Evidencia a taxa mínima de crescimento que uma empresa pode manter utilizando-se apenas do capital próprio. Essa taxa pode ser incrementada pelo aumento do uso de capital de terceiros, redução do índice de distribuição de lucros, aumento das margens de lucro, redução do índice de necessidade de ativos, entre outros.

$$\text{XXXI) } \quad \text{Excelência empresarial} = (\text{Crescimento em Vendas} + \text{Investimento no Imobilizado} + \text{Liderança no mercado} + \text{Liquidez corrente} + \text{Rentabilidade do Patrimônio})$$

Expresso em pontos, identifica as empresas de melhor desempenho ponderado no conjunto de indicadores. O critério utilizado é uma adaptação da revista Exame (2007), comparando-se os resultados obtidos em termos de crescimento, investimentos, participação no mercado, saúde financeira e rentabilidade, baseados nos conceitos:

- a) crescimento em vendas; retrata o dinamismo da empresa, se aumentou ou diminuiu sua participação no mercado e sua capacidade de gerar novos empregos;
- b) investimento no imobilizado; valor aplicado na modernização ou ampliação do negócio da empresa, e também de gerar novos empregos;
- c) liderança de mercado; compara as participações de mercado que as empresas detêm no setor em que atuam;
- d) liquidez corrente; indica se a empresa apresenta ou não boa saúde financeira;
- e) rentabilidade do patrimônio; mede a eficiência da empresa e a geração de valor aos acionistas.

Apresenta-se de forma resumida, no Quadro 14, os demais indicadores comentados anteriormente.

Índice	Fórmula	Significado	Interpretação
Capital de giro	$CG = \frac{AC - PCO}{AT}$	Indica a disponibilidade de recursos de longo prazo para aplicação nos ativos de curto prazo.	Quanto maior, melhor
Índice de cobertura de juros	$ICJ = \frac{ROB}{DF}$	Relaciona as despesas financeiras de uma empresa com sua capacidade de pagá-las. Estima qual a capacidade de geração de recursos para cobrir as despesas financeiras.	Quanto maior, melhor
Efeito tesoura	$ET = CCL - NCG$	Indica a necessidade de captação de recursos de terceiros sempre que o capital circulante líquido for inferior a necessidade de capital de giro.	Quanto maior, melhor
Coefficiente de <i>overtrading</i>	$CO = \frac{VB}{CCL}$	Demonstra a rotação do capital circulante líquido em relação às vendas da empresa.	Quanto maior, pior
Taxa de crescimento sustentável	$TC = \frac{RSPL \times LR}{LL}$	Evidencia a taxa mínima de crescimento que uma empresa pode manter sem aumentar sua alavancagem financeira.	Quanto maior, melhor
Excelência empresarial	$EE = CV + II + LM + LC + RP$	Identifica as empresas de melhor desempenho ponderado no conjunto de indicadores.	Quanto maior, melhor

Onde: AT: Ativo total; CCL: Capital circulante líquido; DF: Despesas financeiras; NCG: Necessidade de capital de giro; RSPL: Retorno sobre o patrimônio líquido; LL: Lucro líquido; ROB: Resultado operacional bruto; LR: Lucro retido; VB: Vendas brutas.

**Quadro 14: Demais indicadores**

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2006); Exame (2007); Vertes e Würch (1986); Ross, Westerfield e Jaffe (2002); Silva (1995).

Como complemento das informações geradas pelos indicadores, tem-se as geradas pelas análises horizontal e vertical da demonstração de origens e aplicações de recursos, que permite detectar a política adotada pela empresa em relação à captação e aplicação dos recursos. A análise horizontal dos grupos de contas da demonstração do resultado do

exercício também propicia o conhecimento da evolução do valor destas contas durante o período examinado.

Determinados os indicadores, a próxima seção destina-se a evidenciar a técnica dos índices-padrão utilizada neste estudo.

#### **2.2.4 Índices-padrão**

A técnica de análise de índices-padrão ganhou destaque a partir de 1931, quando a *Dun & Bradstreet* passou a elaborar e divulgar, nos Estados Unidos, índices-padrão para diversos ramos de atividades (MATARAZZO, 2003). Em 1932 foi publicado um estudo desenvolvido por Fitz Patrick, no período de 1920 a 1929, baseado em 19 empresas solventes e 19 insolventes, selecionadas aleatoriamente, comparando os índices dos dois grupos (CASTRO JÚNIOR, 2003; MÁRIO, 2002).

Segundo Assaf Neto (2006, p. 284), “a técnica de análise por meio de índices, apresenta uma limitação metodológica derivada do fato de cada indicador ser avaliado de forma isolada”. Matarazzo (2003) complementa que a análise das demonstrações contábeis por meio de índices adquire consistência e objetividade quando os índices são comparados com padrões.

Marion (2005) comenta que sem os índices-padrão, a conceituação dos indicadores torna-se um grande malabarismo. Dessa forma, distingue-se a avaliação dos índices, de acordo com Matarazzo (2003):

- a) pelo significado intrínseco; limitada aos índices da própria empresa e utilizada somente quando não se dispõe de índices-padrão de um conjunto de empresas;
- b) comparação ao longo de vários exercícios; evidencia as tendências da empresa no tempo;
- c) comparação com padrões; permite a comparação dos índices da empresa analisada com padrões extraídos da análise de um conjunto de empresas afins.

Para Assaf Neto (2006) e Matarazzo (2003), esses índices permitem avaliar a evolução das empresas pelo estudo de uma série histórica, além de possibilitar a comparabilidade dos índices econômico-financeiros de uma empresa com os de empresas que atuam no mesmo ramo de atividade, ou deste para com outros, ou ainda em relação a um segmento de atividades, definindo como está a empresa em relação aos seus concorrentes.

Sob o aspecto da análise setorial, Silva (1995) argumenta que esta análise consiste na apreciação macroeconômica em relação a determinado setor da economia e pode ser realizada pela caracterização do segmento, análise dos produtos e dos mercados, análise do processo de produção, análise retrospectiva do desempenho do setor, análise prospectiva dos diversos mercados, posicionamento das principais empresas atuantes no segmento e um perfil das suas características, expectativas em relação ao segmento.

Silva (1995) complementa ainda que além de permitir a comparação com um padrão externo, o índice-padrão é um referencial para a comparação de determinado índice da empresa com algum padrão interno, definido pela direção como sendo uma meta a ser atingida. Segundo o autor, a grande utilidade do uso de padrões está no estabelecimento de uma medida objetiva de comparação e, portanto, na elaboração do padrão. Para tanto, três características devem ser consideradas:

- a) região geográfica; a empresa estabelecida em determinado local está sujeita à características como: costumes, organização política e cultura, que afetam a economia local e o seu desempenho. À medida que ocorre a expansão das suas atividades para outras regiões, há uma tendência de aproximação para um padrão nacional ou internacional;
- b) segmento de atuação; é determinante do ciclo financeiro, dos equipamentos necessários à atividade, do tipo de estrutura e administração da empresa, podendo ser dividido em quatro setores macros (indústria, comércio, serviços e primário), sendo que as empresas podem atuar em um segmento específico ou em diversas atividades;
- c) porte; o tamanho da empresa deve ser considerado para evitar comparações de empresas de porte menor com o padrão de grandes empresas.

Ressalva-se que com a competitividade em nível mundial ocorrida nas últimas décadas, as empresas estão sujeitas aos costumes, política, cultura e economia internacional, estando estabelecidas em qualquer região do planeta.

A fim de possibilitar uma avaliação global da empresa analisada, Matarazzo (2003, p. 23) sugere a conjugação de índices-padrão e de pesos, verificando o efeito de certos eventos sobre a situação financeira desta ou, ainda, fornecendo padrões dos concorrentes para a empresa auto-avaliar-se, pois “os índices-padrão permitem uma adequada avaliação de qualquer índice de determinada empresa e proporcionam ao usuário da análise informação objetiva do seu desempenho”. Além disso, revelam os indicadores médios representativos do desempenho de grande número de empresas e permitem que sejam estabelecidas qualificações para os vários índices extraídos das demonstrações contábeis (ASSAF NETO, 2006).

Silva (1995) também considera importante a definição de medidas de ponderação ao descrever um roteiro de utilização dos índices-padrão:

- a) depois de definidos os índices-padrão para determinado segmento, é necessário que seja utilizado o mesmo critério para os cálculos de cada empresa, seguidos da seleção dos índices da empresa que serão utilizados para o confronto com os padrões;
- b) identificar o índice segundo sua interpretação de forma individual (quanto maior, melhor ou quanto maior, pior);
- c) definir os pesos a serem atribuídos a cada um dos índices;
- d) obter a nota final e definir uma escala conceitual para a comparação da empresa com os padrões.

#### **2.2.4.1 Determinação dos índices-padrão**

Segundo Matarazzo (2003), para produzir avaliações consistentes utiliza-se a estatística, basicamente a média, a qual indica a característica do universo; a moda, que mostra o que é mais comum em determinado universo; e a mediana, ou seja, o valor que separa os elementos do universo em duas metades. Pela mediana processa-se o cálculo que determina os índices-padrão, ou seja, o índice que divide a série de valores calculados pela metade, permanecendo 50% da distribuição antes e após a mediana.

Porém, Assaf Neto (2006) destaca que a mediana não fornece o desvio-padrão da distribuição de valores. Assim, ao comparar um indicador de uma empresa com o seu setor de atividade, as análises sobre o desempenho da empresa limitam-se pelo desconhecimento do desvio-padrão, ou o grau de dispersão de seus valores. Esse argumento é reforçado por Matarazzo (2003), ao descrever que a mediana é insuficiente para comparações precisas. O fato de a mediana distribuir 50% dos valores abaixo de si e 50% acima, não implica em apurar médias de comportamento ou o comportamento que mais ocorre, ou seja, se os valores mínimos e máximos da distribuição forem distanciados, a mediana tende a não representar o padrão dos dados.

Como forma de confrontar a mediana, Vertes e Würch (1986, p. 265) destacam que nos países desenvolvidos, estabelece-se um valor médio dos coeficientes calculados num conjunto de empresas do mesmo ramo de atividade denominado valor típico, e argumentam que “[...] não são valores ideais ou valores excelentes desejados, mas são coeficientes médios característicos num certo período para um certo ramo de atividade”.

Assaf Neto (2006) e Matarazzo (2003) complementam que o cálculo de decis e quartis são medidas que também possibilitam apurar um valor-padrão representativo da distribuição. Decis e quartis são medidas estatísticas que compreendem os conceitos de décimos e quartos. A distribuição dos índices em decis consiste em dividi-los em dez classes iguais, fazendo com que cada classe contenha 10% da amostra e possibilitando nove medidas de posição, sendo que no 1º decil encontra-se aquele valor que terá 10% dos índices abaixo de si mesmo e que está abaixo de 90% dos demais índices. Já a distribuição dos índices em quartis consiste em dividi-los em quatro partes iguais, atribuindo a cada classe 25% da amostra e possibilitando três medidas de posição. Desta forma, no 2º quartil (mediana) encontra-se o valor que terá 50% dos índices abaixo de si mesmo e que está abaixo de 50% dos demais índices.

A aplicação dos índices-padrão é ilustrada por Assaf Neto (2006), que sugere o critério de análise comparativa, conforme quadros:

		Decis				
Índice \ Decil		1° 2°	3° 4°	Mediana 5°	6° 7°	8° 9°
Quanto maior, melhor		Insatisfatório	Regular	Normal	Bom	Excelente
Quanto menor, melhor		Excelente	Bom	Normal	Regular	Insatisfatório

**Quadro 15: Exemplo de critério de análise comparativa com decis**

Fonte: adaptado de Assaf Neto (2006, p. 283).

		Quartis				
Índice \ Quartil		1°	2°	Mediana	3°	4°
Quanto maior, melhor		Insatisfatório	Regular	Normal	Bom	Excelente
Quanto menor, melhor		Excelente	Bom	Normal	Regular	Insatisfatório

**Quadro 16: Exemplo de critério de análise comparativa com quartis**

Fonte: adaptado de Assaf Neto (2006, p. 283).

Para índices de análise quanto maior, melhor (rentabilidade e liquidez, por exemplo), a classificação apresenta-se em ordem crescente, ocorrendo o oposto para índices de análise quanto menor, melhor (por exemplo, endividamento). Matarazzo (2003) comenta que a técnica de índices-padrão não visa encontrar o padrão ideal de um índice, visto que na análise das demonstrações contábeis não existe tal padrão, justificando-se o fato de que para cada índice apresentam-se nove decis ou três quartis. As revistas de ranking, apresentadas na seção 2.5, são exemplos do uso da técnica de índices-padrão.

Outra forma de utilização dos indicadores econômico-financeiros é a sua aplicação em modelos de previsão de insolvência de empresas, descritos na seção 2.3.

### 2.3 MODELOS DE PREVISÃO DE INSOLVÊNCIA

A expressão insolvência, consoante Franzin (2002), é oriunda do latim *solvere*, regida pela negativa *in*, e significa a situação em que a pessoa se encontra de não poder pagar suas dívidas ou não poder cumprir suas obrigações. Transportando-se para o Balanço Patrimonial das empresas, é quando o passivo excede o valor do ativo. O primeiro estudo conhecido data de 1932, quando Fitz Patrick comparou 19 empresas solventes e 19 empresas insolventes que faliram no período de 1920 a 1929 nos Estados Unidos. O método utilizado consistia em comparar os índices de cada grupo a um determinado índice-padrão e observar a tendência desses indicadores ao longo do tempo (CASTRO JÚNIOR, 2003).

A partir de então, conforme Mario (2002), outros estudos foram desenvolvidos a partir das demonstrações contábeis padronizadas de empresas solventes e insolventes. Para classificar as empresas, calculavam-se os índices cuja média servia de parâmetro para as análises. Além da média, os estudos passaram a utilizar faixa de variação (máxima e mínima) para análise das empresas de melhor ou pior comportamento, e introduziram o conceito de conjunto ponderado de índices, aos quais foram atribuídos determinados pesos com o intuito de conferir uma pontuação para as empresas analisadas.

Na década de 1960 os pesquisadores passaram a utilizar ferramentas estatísticas como a análise discriminante (MÁRIO, 2002; CASTRO JÚNIOR, 2003). Atualmente, além da análise discriminante se utiliza análise fatorial e análise de regressão, para determinar a equação empregada na classificação ou na distinção entre empresas solventes e insolventes a partir das demonstrações contábeis. Ou seja, os modelos têm como objetivo prever qual a situação financeira em que se encontra qualquer empresa naquele determinado momento.

Importa saber que para a determinação da equação final utilizada como fator de previsão de insolvência, inúmeros indicadores foram calculados com base em demonstrações contábeis publicadas por empresas dos mais diversos portes e setores, sendo que somente os que apresentaram alto grau de explicação dos resultados permaneceram na fórmula. O fator de insolvência é indicador da capacidade ou incapacidade de pagamento das empresas em um futuro próximo. Kanitz (1974, p. 96) relata que a análise do índice de solvência permite

descobrir empresas em estado de pré-insolvência; hierarquizar as empresas numa escala de solvência/insolvência, a fim de selecionar clientes prioritários; e determinar previsões para a conta devedores duvidosos, segundo a probabilidade de insolvência de cada cliente.

Dentre os estudos brasileiros existentes destacam-se os de Kanitz, um dos precursores, Elizabetsky, Matias e Silva (KANITZ, 1974; KASSAI, KASSAI 1998; MÁRIO, 2002).

Destaca-se ainda o estudo de Brito e Assaf Neto (2001), Franzin (2002) e Minussi, Damacena e Ness Jr. (2002). Os indicadores utilizados nas equações finais dos modelos são evidenciados no Quadro 17.

<b>Autor</b>	<b>Modelo de previsão e indicadores utilizados</b>
Kanitz (1972)	Fator = $0,05x_1 + 1,65x_2 + 3,55x_3 - 1,06x_4 - 0,33x_5$ Ponto crítico: igual ou maior que zero = empresa solvente; -1, -2 e -3 = empresa que inspira cuidados; menor que -3 = empresa insolvente Grau de precisão do modelo = 74% 1: Lucro líquido/Patrimônio líquido 2: (Ativo circulante + realizável a longo prazo)/(Passivo circulante + exigível a longo prazo) 3: (Ativo circulante – estoques)/Passivo circulante 4: Ativo circulante/Passivo circulante 5: (Passivo circulante + exigível a longo prazo)/Patrimônio líquido
Elizabetsky (1976)	Fator = $1,93x_1 - 0,2x_2 + 1,02x_3 + 1,33x_4 - 1,12x_5$ Ponto crítico = 0,5 Grau de precisão do modelo = 69% 1: Lucro líquido/Vendas 2: Disponível/Ativo permanente 3: Contas a receber/Ativo total 4: Estoques/Ativo total 5: Passivo circulante/Ativo total
Matias (1978)	Fator = $23,792x_1 - 8,26x_2 - 9,868x_3 - 0,764x_4 - 1,12x_5$ Ponto crítico = 0 Grau de precisão do modelo = 74% 1: Patrimônio líquido/Ativo total 2: Empréstimos bancário/Ativo circulante 3: Fornecedores/Ativo total 4: Ativo circulante/Passivo circulante 5: Lucro operacional/Lucro bruto
Silva (modelo para indústria) (1982)	Fator = $0,722 - 5,124x_1 + 11,016x_2 - 0,342x_3 - 0,048x_4 + 8,605x_5 - 0,004x_6$ Ponto crítico = 0 Grau de precisão do modelo = 88% 1: Duplicatas descontadas/Duplicatas a receber 2: Estoque final/Custo das vendas 3: Fornecedores/Vendas 4: Estoque médio/Custo das vendas 5: (Lucro operacional + despesas financeiras)/(Ativo total – investimento médio) 6: Exigível total/(Lucro líquido + 10% imobilizado médio - saldo devedor da correção monetária)
Brito e Assaf Neto (2001)	Fator = $-4,535 - 5,152x_{12} + 19,069x_{16} - 13,364x_{19} - 17,488x_{22}$ Ponto crítico = 0,5 Grau de precisão do modelo = 91,7% 12: (Patrimônio líquido – capital social)/Ativo Total 16: (Passivo circulante financeiro + exigível a longo prazo financeiro)/Ativo total 19: (Ativo circulante – passivo circulante)/Ativo total 22: (Ativo circulante financeiro – passivo circulante financeiro)/Vendas líquidas
Franzin (2002)	Fator = $1,309 + 0,80x_1 + 0,008x_2 - 0,026x_3 + 0,003x_4 + 0,005x_5$ Ponto crítico = 1,5 Grau de precisão do modelo = 90% 1: Lucro líquido/Patrimônio líquido 2: Ativo circulante/Passivo circulante 3: (Ativo circulante – estoques)/Passivo circulante 4: Patrimônio líquido/(Estoques + contas a receber) 5: Patrimônio líquido/Exigível total

continua ...

... continuação

Minussi, Damacena e Ness Jr. (2002)	$\text{Fator} = 4,4728 - 1,659x_1 - 1,2182x_2 + 4,1434x_3 + 6,1519x_4 - 1,885x_5$ Ponto crítico = 0,5 Grau de precisão do modelo = 94,85% 1: Endividamento/ Mediana do setor 2: Investimento operacional em giro/Venda líquida 3: Saldo de tesouraria/Venda líquida 4: Estoques/Custo das mercadorias vendidas 5: Obrigações tributárias e previdenciárias/Venda média mensal
--	---

**Quadro 17: Indicadores utilizados em modelos de insolvência**

Ressalva-se que os modelos relacionados no Quadro 17 foram desenvolvidos a partir de amostras coletadas em suas respectivas épocas. Krauter, de Souza e Luporini (2006, p.6) destacam a importância da análise contínua ao longo do tempo e concluem que

o tempo afeta os modelos de previsão de insolvência apresentados e seu grau de previsão, mas não os torna inviáveis. Esses modelos foram desenvolvidos para serem utilizados por agentes externos à empresa, com o objetivo de emitir sinais de problemas potenciais. A principal limitação desses modelos é tentar prever situações futuras utilizando dados passados. Além disso, a avaliação de índices em um determinado período não é suficiente, pois uma empresa com dificuldades financeiras pode recuperar-se no período seguinte à análise, e vice-versa.

Dentre os modelos apresentados, Minussi, Damacena e Ness Jr. (2002) apresentam o de maior nível de acertos com 94,85% de grau de precisão. Para a análise da solvência foram utilizados 49 indicadores financeiros, sendo que por meio da análise estatística, conhecida como regressão logística, resultou o modelo econométrico composto pelas 5 variáveis descritas no Quadro 17. A amostra utilizada era composta por 323 clientes de uma instituição financeira pertencentes ao setor industrial. Destas, 194 serviram para a realização do processo de estimação dos coeficientes do modelo e 129 foram utilizadas para testá-lo.

O segundo maior nível de acertos é apresentado pelo modelo de Brito e Assaf Neto (2001), com 91,7% de grau de precisão. A amostra utilizada pelos autores era composta por 60 empresas de capital aberto, cujos dados foram obtidos junto à BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, referentes ao ano de 1994 a 2004. As empresas pertenciam aos segmentos: alimentos, brinquedos, comércio, construção, curtume, eletroeletrônicos, papel e celulose, participantes, química, siderurgia, têxtil e transportes. Quanto aos indicadores econômico-financeiros, foram utilizados 25 índices, dentre os quais foram selecionados, estatisticamente, o índice de lucros retidos sobre o ativo, endividamento financeiro, capital de giro líquido e saldo de tesouraria sobre vendas.

Verifica-se, dessa forma, que em todos os modelos de previsão de insolvência, os índices remanescentes possuem alto poder explicativo das variáveis que influenciam na formação de resultados das empresas. A evolução desses modelos tem contribuído para o avanço da análise de desempenho das empresas, implementando técnicas que procuram retirar

a subjetividade empregada pelo avaliador. Exemplo é o uso da padronização das demonstrações contábeis, a comparação dos índices de cada empresa com os respectivos índices-padrão e o uso de métodos estatísticos para a elaboração de modelos que possam identificar empresas em situação de insolvência.

Os indicadores econômico-financeiros são usados também em dissertações de mestrado e teses de doutorado, destacando-se na próxima seção os estudos relacionados ao desempenho das empresas calçadistas.

## 2.4 PESQUISAS ACADÊMICAS SOBRE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DO SETOR CALÇADISTA

Esta seção tem como objetivo descrever as teses de doutorado e dissertações de mestrado, que de alguma forma tratam da avaliação do desempenho financeiro e operacional das indústrias calçadistas brasileiras, publicados no portal da CAPES (2007). Foi realizada uma busca compreendendo o período de 1987 a 2006, nas áreas de administração, ciências contábeis, economia e engenharia de produção, usando as palavras-chave: calçado, calçados, calçadista; sendo encontradas 1.254 dissertações de mestrado e 311 teses de doutorado.

Delas foram selecionadas 117 e 14, respectivamente, para ser avaliada a correlação com esta pesquisa. Após a leitura e classificação em correlatas ou não, evidenciam-se 23 estudos correlatos, sendo 17 dissertações e 6 teses.

As dissertações e teses selecionadas, apresentadas em ordem cronológica com seus respectivos resumos no Quadro 18, possuem relação com a medição do desempenho de empresas calçadistas ou do setor calçadista brasileiro. No entanto, somente algumas utilizaram análise das demonstrações contábeis, evidenciando-se, dessa forma, a carência de estudos sobre a análise das demonstrações contábeis de empresas do setor.

<b>Autor:</b> BRENNER, Geraldo	<b>Linha de pesquisa:</b> Economia Industrial	Mestrado em Economia, UFRGS, RS, 1990.
<b>Título:</b> A indústria de calçados no Brasil: trabalho, competição e produtividade.		
<b>Escopo:</b> O texto visa aumentar o conhecimento das razões de sucesso da indústria de calçados do Brasil, descreve a evolução histórica do setor e enfoca os determinantes da produtividade sob os aspectos teóricos e empíricos.		
<b>Autor:</b> COSTA, Achyles Barcelos da	<b>Linha de pesquisa:</b> Economia da indústria e tecnologia	Doutorado em Economia, UFRJ, RJ, 1993.
<b>Título:</b> Modernização e competitividade da indústria de calçados brasileira.		
<b>Escopo:</b> Esta tese analisa a indústria de calçados brasileira sob o aspecto de sua modernização e competitividade. O objetivo central é averiguar como tem sido o comportamento do setor em relação à incorporação de inovações tecnológicas.		

continua ...

... continuação

<b>Autor:</b> REIS, Carlos Nelson	<b>Linha de pesquisa:</b> Comportamento e organizações	Doutorado em Economia, UNICAMP, SP, 1994.
<b>Título:</b> A indústria brasileira de calçados: inserção internacional de dinâmica interna nos anos 80.		
<b>Escopo:</b> Este estudo trata do comportamento da indústria brasileira de calçados no transcorrer dos anos 80. Mostra a inserção deste setor a nível do mercado internacional e tem como preocupação maior a análise de sua dinâmica interna.		
<b>Autor:</b> CARVALHO, Monica de	<b>Linha de pesquisa:</b> Exportação e negócios internacionais	Mestrado em Administração, UFRJ, RJ, 1996.
<b>Título:</b> Barreiras à Exportação: Sua Influência na Continuidade da Atividade Exportadora na Indústria Brasileira de Calçados.		
<b>Escopo:</b> O estudo teve como objetivo testar a existência de uma relação entre a percepção prévia de barreiras à exportação e a continuidade das empresas na atividade exportadora. Além disso, procurou verificar se determinadas características dessas empresas estariam associadas à sua permanência na atividade.		
<b>Autor:</b> VIEIRA, Luiz Eduardo Alves	<b>Linha de pesquisa:</b> Contabilidade financeira	Mestrado em Ciências Contábeis, UERJ, RJ, 1996.
<b>Título:</b> Avaliação financeira das empresas dos setores: têxtil, couro, calçados, um estudo de caso – período 1990-1994.		
<b>Escopo:</b> Esta dissertação trata e analisa as Demonstrações Contábeis das Indústrias dos Setores Têxtil, Couro e Calçados no Período de 1990 a 1994. Nesse período analisado os referidos setores sofreram inúmeros problemas decorrentes de alta taxa inflacionárias, recessão econômica e importação de produtos, pelo Governo.		
<b>Autor:</b> CASTRO, Paulo Zirnberger de	<b>Linha de pesquisa:</b> Negócios internacionais	Mestrado em Administração, FGV, SP, 1997.
<b>Título:</b> A indústria de calçados masculinos de couro: análise da vantagem competitiva brasileira.		
<b>Escopo:</b> O texto é uma análise da indústria mundial de calçados masculinos de couro segundo o modelo de Porter, com o objetivo de identificar as fontes de vantagem competitiva da indústria brasileira.		
<b>Autor:</b> HENRIQUES, Luiz Felipe Restum	<b>Linha de pesquisa:</b> Economia industrial e da tecnologia	Mestrado em Economia, UNICAMP, SP, 1999.
<b>Título:</b> A análise da Competitividade da Indústria Calçadista do Vale dos Sinos: Uma Aplicação da Metodologia de Michael Porter.		
<b>Escopo:</b> O trabalho tem como objetivo analisar a competitividade da indústria calçadista situada no Vale dos Sinos, com base nos livros e escritos de Michael Porter.		
<b>Autor:</b> CORREA, Alexandre Palhano	<b>Linha de pesquisa:</b> Estrutura industrial e competitividade	Mestrado em Economia, UFRJ, RJ, 2000.
<b>Título:</b> O arranjo produtivo coureiro, calçadista de Campina Grande-Paraíba-PR.		
<b>Escopo:</b> Alta produção calçadista de Campina Grande causa um aumento com déficit na balança comercial brasileira. Esta dissertação visa mostrar esse desequilíbrio comercial coureiro.		
<b>Autor:</b> STEIN, Flávio	<b>Linha de pesquisa:</b> Contabilidade e Finanças	Mestrado em Administração, UFRGS, RS, 2000.
<b>Título:</b> Planejamento estratégico de médias e grandes empresas calçadistas do Vale dos Sinos.		
<b>Escopo:</b> A presente dissertação visou iniciar estudos sobre a situação do Planejamento Estratégico nas médias e grandes indústrias calçadistas do Vale dos Sinos – RS.		
<b>Autor:</b> BRITTO, João Carlos	<b>Linha de pesquisa:</b> Estratégia	Mestrado em Administração, UNISINOS, RS, 2001.
<b>Título:</b> Estratégias de marketing internacional nas empresas calçadistas exportadoras do Rio Grande do Sul.		
<b>Escopo:</b> Essa dissertação foi realizada buscando obter informações das empresas calçadistas referentes às estratégias utilizadas no seu composto de marketing, num contexto de competição de mercado global.		
<b>Autor:</b> FRÓES, Walter Luiz	<b>Linha de pesquisa:</b> Gestão e desenvolvimento organizacional	Mestrado em Administração, Uni-FACEF, SP, 2001.
<b>Título:</b> A terceirização na indústria de calçados – um estudo das relações entre a empresa e a banca de pesponto.		
<b>Escopo:</b> Este trabalho estuda o processo de terceirização na indústria de calçados de Franca, destacando as relações entre a empresa e a banca de pesponto.		

continua ...

... continuação

<b>Autor:</b> CORREIA, Paulo da Cruz	<b>Linha de pesquisa:</b> Sistemas locais de produção	Mestrado em Economia, UFSC, SC, 2002.
<b>Título:</b> A Indústria de Calçados no Vale do rio Tijucas/SC: uma abordagem à luz do debate sobre aglomerações produtivas especializadas.		
<b>Escopo:</b> Este trabalho possui seu objeto de estudo amparado na dimensão regional de desenvolvimento, direcionado especialmente, ao estudo dos fundamentos econômicos dos clusters industriais, arranjos produtivos fortemente caracterizados pela concentração espacial e setorial de MPMEs.		
<b>Autor:</b> SILVA, José Antônio Rodrigues da	<b>Linha de pesquisa:</b> Economia Internacional	Doutorado em Economia, UFPE, PE, 2002.
<b>Título:</b> Da globalização aos novos espaços industriais: o caso da Indústria de calçados na Paraíba.		
<b>Escopo:</b> Esta pesquisa relata os resultados de uma análise empírica de três distritos calçadistas do Estado da Paraíba (cobrindo 38 empresas). Mostra-se que nesses distritos existe uma enorme heterogeneidade de tamanho e desempenho.		
<b>Autor:</b> CANTIZANI FILHO, Antonio	<b>Linha de pesquisa:</b> Economia da produção e engenharia financeira	Doutorado em Engenharia de Produção, USP, SP, 2003.
<b>Título:</b> Competitividade internacional do calçado brasileiro com estudo de caso de um curtume integrado.		
<b>Escopo:</b> Esta é investigação sobre a natureza e as causas da inexpressiva competitividade internacional de boa parte das empresas brasileiras em geral e, em particular, quando existe competitividade potencial, o aproveitamento da mesma geralmente é baixo, como é o caso da cadeia produtiva de calçados analisada neste trabalho.		
<b>Autor:</b> SCHNEIDER, Tânia Maria Lauer mann	<b>Linha de pesquisa:</b> Finanças corporativas e controle de gestão	Mestrado em Ciências Contábeis, UNISINOS, RS, 2003.
<b>Título:</b> O processo de avaliação do desempenho empresarial em indústrias calçadistas de grande porte do Vale do Rio dos Sinos.		
<b>Escopo:</b> A presente dissertação retrata um estudo relacionado aos indicadores utilizados para medição do desempenho econômico-financeiro e da capacidade competitiva das empresas calçadistas com mais de 500 funcionários, localizadas no Vale do Rio dos Sinos – RS.		
<b>Autor:</b> RIZZO, Marçal Rogério	<b>Linha de pesquisa:</b> Desenvolvimento econômico	Mestrado em Economia, UNICAMP, SP, 2004.
<b>Título:</b> A indústria de calçados infantis de Birigüi.		
<b>Escopo:</b> O objetivo central desse estudo é avaliar o comportamento da indústria calçadista de Birigüi e o mercado de trabalho desse segmento frente às políticas econômicas liberalizantes que ocorreram no Brasil a partir do governo Collor.		
<b>Autor:</b> SOUZA, Marco Aurélio Barbosa de	<b>Linha de pesquisa:</b> Finanças corporativas e controle de gestão	Mestrado em Economia, UNIP, SP, 2004.
<b>Título:</b> Aglomeração calçadista de Birigüi: origem e desenvolvimento (1958-2004).		
<b>Escopo:</b> O presente estudo tem por objetivo investigar a origem e o desenvolvimento da aglomeração produtora de calçados infantis de Birigüi (SP), no período que se estende do final da década de 50 até o ano de 2004.		
<b>Autor:</b> LOPES, Herton Castiglioni	<b>Linha de pesquisa:</b> Estratégia e competitividade nas organizações	Mestrado em Administração, UFSM, RS, 2005
<b>Título:</b> A organização da indústria calçadista do Vale dos Sinos (RS) e suas estratégias competitivas.		
<b>Escopo:</b> O presente trabalho tem como objetivo avaliar a organização da indústria calçadista do Vale dos Sinos (RS) e as estratégias utilizadas pelas empresas do setor, assim como fornecer uma análise do desempenho da indústria durante os últimos anos.		
<b>Autor:</b> SELITTO, Miguel Afonso	<b>Linha de pesquisa:</b> Gerência e estratégias de produção	Doutorado em Engenharia de Produção, UFRGS, RS, 2005.
<b>Título:</b> Medição e controle de desempenho estratégico em sistemas de manufatura.		
<b>Escopo:</b> O objetivo deste trabalho é propor uma metodologia para medição e controle de uma estratégia pré-existente de manufatura, visando a preencher uma lacuna identificada nos processos de gestão estratégica – a falta de alinhamento automático das ações definidas nos processos de planejamento estratégico de manufatura com a medição do desempenho.		

continua ...

... continuação

<b>Autor:</b> CHAVES, Alexandre Farias	<b>Linha de pesquisa:</b> Organizações, estratégias, estruturas	Mestrado em Administração, UFRJ, RJ, 2006.
<b>Título:</b> Desafios da longevidade saudável: um estudo de caso na São Paulo Alpargatas S.A.		
<b>Escopo:</b> Essa dissertação apresenta um estudo longitudinal sobre as 10 décadas de existência da São Paulo Alpargatas, a mais tradicional empresa do ramo têxtil e calçadista brasileiro, que nasceu em 1907, como uma subsidiária da Fábrica Argentina de Alpargatas, e se nacionalizou em 1948.		
<b>Autor:</b> HILSDORF, Wilson de Castro	<b>Linha de pesquisa:</b> Cadeia de suprimentos	Doutorado em Engenharia de Produção, USP, SP, 2006.
<b>Título:</b> A integração de processos na cadeia de suprimentos e o desempenho no serviço ao cliente: um estudo na cadeia calçadista.		
<b>Escopo:</b> Este trabalho teve como objetivo identificar a relação entre a integração de processos ao longo da cadeia de suprimentos e seu desempenho no serviço prestado ao cliente, tendo como objeto de estudo a cadeia calçadista da cidade de Franca.		
<b>Autor:</b> RODRIGUES, Sérgio Luís Alves	<b>Linha de pesquisa:</b> Competitividade e relações interorganizacionais	Mestrado em Administração, UNISINOS, RS, 2006
<b>Título:</b> Variáveis intervenientes no processo de decisão de importação no mercado alemão e decisões de operações: um estudo de caso da Dumond.		
<b>Escopo:</b> O presente estudo teve por objetivo analisar as variáveis intervenientes mais importantes no processo de decisão de compra dos importadores varejistas alemães de calçados femininos e correlacioná-las com as decisões operacionais de um fabricante.		
<b>Autor:</b> STAUDT, Tarcísio	<b>Linha de pesquisa:</b> Finanças corporativas e controle de gestão	Mestrado em Ciências Contábeis, UNISINOS, RS, 2006.
<b>Título:</b> Sucessão de gestão na empresa familiar Calçados Andreza S.A.: um estudo de caso.		
<b>Escopo:</b> O presente estudo se constitui na busca da constatação de quais elementos podem ser considerados essenciais no preparo e condução de um processo de sucessão administrativa de uma empresa familiar, de maneira que não comprometa o resultado de seu crescimento econômico. O exame dos documentos contábeis contribuiu para a verificação do comportamento da empresa antes e depois da sucessão administrativa.		

#### Quadro 18: Teses e dissertações sobre o setor calçadista

Verifica-se no Quadro 18 que de 1990 a 1999 haviam sido realizadas 7 pesquisas, cujo número é duplicado nos anos de 2000 a 2006, onde se tem 16 pesquisas realizadas, ou seja, a média de pesquisas por ano que antes era de 0,7 na década de 90, passou a ser de 2,3 pesquisas/ano nos anos 2000, com destaque para o ano de 2006 com 4 pesquisas.

Os estudos revelam as mais diversas variáveis inerentes à evolução da indústria calçadista e a influência que elas exercem no desempenho das empresas. Resumindo, tratam dos seguintes temas:

- a) o comportamento da indústria ao longo dos anos, os determinantes da produtividade e crescimento do setor e suas ações frente às políticas governamentais e aos concorrentes nacionais e estrangeiros;
- b) a inserção da indústria calçadista brasileira no mercado internacional;
- c) a competitividade das empresas brasileiras no mercado interno e externo;
- d) a modernização da indústria calçadista, a integração de processos operacionais e a terceirização de atividades em relação à competitividade e o desempenho do setor;
- e) o desequilíbrio comercial no setor coureiro;

- f) as estratégias adotadas pelo setor calçadista, a medição e controle dessas estratégias e a análise dos resultados por elas gerados;
- g) os fundamentos econômicos dos *clusters* industriais e o desenvolvimento destes;
- h) a medição do desempenho econômico-financeiro e da capacidade competitiva, e a identificação das razões do sucesso da indústria calçadista;
- i) estudos de caso como o crescimento da São Paulo Alpargatas S/A, o crescimento econômico da empresa Andreza S/A durante o processo de sucessão administrativa e a decisão da Dumond frente ao processo de importação de calçados adotado pelos compradores varejistas alemães.

Percebe-se o objetivo dos pesquisadores em examinar o processo evolutivo da indústria calçadista brasileira, principalmente dos pólos calçadistas do Rio Grande do Sul e de São Paulo, e os aspectos que influenciam direta ou indiretamente no comportamento dos resultados das empresas integrantes do setor. As técnicas utilizadas foram entrevistas, questionários, levantamento de dados setoriais, estudos de caso, análise das demonstrações contábeis, entre outras.

Dessas pesquisas, cinco possuem maior proximidade com o escopo deste estudo: (a) Brenner (1990) buscou conhecer os determinantes da produtividade e as razões do sucesso na indústria no Brasil; (b) Vieira (1996) analisou as demonstrações contábeis de indústrias do setor no período de 1990 a 1994 para estudos de avaliação financeira; (c) Stein (2000) identificou que o crescimento sustentado pelas vendas e pela obtenção de rentabilidade adequada são fatores de sobrevivência das indústrias; (d) Schneider (2003) identificou o uso da taxa de retorno sobre o investimento, lucratividade sobre as vendas e liquidez corrente como sendo os indicadores financeiros mais utilizados na análise interna das empresas; (e) Staudt (2006) examinou as demonstrações contábeis para verificação do desempenho da Calçados Andreza S/A, antes e depois do processo de sucessão empresarial.

Somente dois estudos denotam claramente a utilização das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas: Vieira (1996) e Staudt (2006). Destes, Vieira (1996) destaca-se como o de maior correlação. Utilizando o método de estudo de caso para a avaliação financeira de cinco empresas pertencentes aos setores têxtil, couro e de calçados, o autor analisou as demonstrações contábeis do período de 1990 a 1994 das referidas empresas e, a partir delas, efetuou o cálculo de indicadores para embasar sua análise.

Pode-se inferir dessa forma que a pequena quantidade de estudos voltados à análise da evolução econômico-financeira de indústrias integrantes do setor calçadista brasileiro reflete a falta de informações disponíveis sobre estas empresas, transformando-se em uma barreira

encontrada pelos pesquisadores quando da realização destas pesquisas. Em outros setores como, por exemplo, o cooperativista, a utilização da análise das demonstrações contábeis como ferramenta de pesquisa é mais freqüente, conforme pode ser visto nos estudos de Sabadin (2006), Santos (2005), Santos (2004), Ferraz (2002), Nunes (2002), Carvalho (2002), Siqueira (2001).

## 2.5 REVISTAS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE EMPRESAS

A importância da análise por meio de índices-padrão é facilmente comprovada pela sua utilização em revistas especializadas em negócios que publicam de forma periódica a avaliação de desempenho de empresas mediante a análise de indicadores econômico-financeiros e da evolução de certos valores agregados.

Algumas das publicações estão em circulação há mais de 30 anos como, por exemplo, Melhores e Maiores – Exame (1974), Balanço Anual – Gazeta Mercantil (1977) e Conjuntura Econômica – FGV (1969). O Quadro 19 apresenta uma síntese das revistas publicadas no Brasil e os critérios utilizados para a classificação das empresas.

Nome da publicação	Quantidade de empresas	Moeda utilizada	Tipo de desempenho avaliado
500 maiores da América Latina – América Economia	500	Dólar	Desempenho financeiro
Balanço Anual – Gazeta Mercantil	500	Real	Desempenho financeiro
Conjuntura Econômica – FGV	500	Real	Desempenho financeiro
Desempenho das empresas – IMIC	5000	Real	Desempenho financeiro
Grandes & Líderes – Amanhã	500	Real	Desempenho financeiro
Info200 - Info Exame	200	Dólar	Desempenho financeiro e não-financeiro
As Melhores da Dinheiro	500	Real	Desempenho financeiro e não-financeiro
Melhores e Maiores – Exame	500	Dólar	Desempenho financeiro e não-financeiro
Valor 1000 – Valor Econômico	1000	Real	Desempenho financeiro

**Quadro 19: Revistas de avaliação de desempenho de empresas publicadas no Brasil**

Para o cálculo dos indicadores e elaboração do *ranking* das empresas, as publicações utilizam-se das demonstrações contábeis publicadas, de informações obtidas junto às empresas mediante o preenchimento de formulários ou questionários ou, ainda, extraídos da base de dados de institutos de pesquisa e de empresas especializadas em fornecimento de conteúdo, tais como *ISI Emerging Markets* e *Economática*.

Para a classificação das empresas, as pesquisas utilizam-se dos critérios de desempenho financeiro e não-financeiro ou somente desempenho financeiro. Na formação

destes critérios as publicações atribuem pesos diferenciados a determinados indicadores financeiros que julgam ser mais importantes, ou classificam em relação à soma de pontos de acordo com o posicionamento da empresa nos vários indicadores ou, ainda, utilizam adicionalmente ao desempenho financeiro, bonificação de pontos para as empresas que contemplem alguns indicadores não-financeiros.

Nas comparações com o ano anterior, as publicações realizam a correção monetária dos valores referentes às demonstrações do exercício anterior utilizando-se de índices apurados por institutos especializados neste tipo de pesquisa. Para as que utilizam a moeda dólar, este é convertido pela taxa oficial publicada pelo Banco Central do Brasil para o último dia do exercício. Algumas publicações também utilizam índices-padrão para a apuração dos índices do setor e/ou para verificar o desempenho das empresas quando agrupados os indicadores tidos como principais. Os conceitos estatísticos de média e mediana também são freqüentes. No Quadro 20 tem-se uma síntese da classificação de acordo com o desempenho financeiro.

Nome da publicação	Como é avaliado o desempenho
As Melhores da Dinheiro Isto É	Critério de classificação
	- gestão financeira; gestão de recursos humanos; inovação e qualidade; responsabilidade social e meio ambiente; governança corporativa. A classificação geral é apresentada em ordem decrescente em relação à receita operacional líquida. Para a classificação setorial as empresas foram divididas em 30 setores econômicos e classificadas a partir de 5 critérios de gestão, sendo que cada grupo de indicadores contribui com o mesmo peso para a classificação.
	Conceitos
	-gestão financeira: variação da receita; margem operacional; margem líquida; variação do ativo total; variação do patrimônio líquido; endividamento oneroso; variação da exportação. - gestão de recursos humanos: geração de novos empregos; rotatividade de pessoal; volume de investimento em treinamento; média de horas de treinamento; participação nos resultados; benefícios concedidos aos empregados. - inovação e qualidade: evolução da equipe de desenvolvimento de novos produtos e serviços; - contribuição de pesquisa e desenvolvimento para a receita de novos produtos; participação de faturamento de novos produtos; investimento em marketing e comunicação; controle de qualidade; auditoria interna. - responsabilidade social e meio ambiente: metas anuais para utilização de recursos naturais; investimento em programas e projetos ambientais; compromissos previstos pela legislação ambiental; prêmios pelo desempenho ambiental; medidas de redução do impacto no meio ambiente; relatório ambiental; benefícios à sociedade; balanço social; - governança corporativa: participação dos acionistas; conselho de administração; qualidade da comunicação com o mercado financeiro, com os acionistas minoritários e público interessado.
500 maiores da América Latina América Economia	Critério de classificação
	ordem decrescente em relação às vendas líquidas
	Conceitos - vendas líquidas: representam as vendas líquidas de impostos e devoluções.
Balanço Anual Gazeta Mercantil	Critério de classificação
	incidência tributária: peso 1; margem de lucro: peso 2; giro dos ativos: peso 2; endividamento: peso 1. A escala de pontos para cada indicador é de 10 pontos para o 1º colocado até 1 para o 10º.

continua...

... continuação

Balço Anual Gazeta Mercantil	Conceitos
	- incidência tributária: divisão do lucro ou prejuízo líquido pelo lucro ou prejuízo operacional - margem de lucro: lucro ou prejuízo operacional dividido pela receita líquida do exercício - giro dos ativos: divisão da receita líquida pelo ativo total - endividamento: ativo total dividido pelo patrimônio líquido
Conjuntura Econômica FGV	Critério de classificação
	ordem decrescente em relação ao ativo total = posição 1; ordem decrescente em relação à receita operacional líquida = posição 2. posição 1 + posição 2 = classificação da empresa em ordem crescente (quanto menor o resultado da soma melhor a classificação da empresa)
	Conceitos
	- ativo total: soma do ativo circulante, ativo realizável a longo prazo e ativo permanente - receita operacional líquida: receita bruta deduzida dos impostos e devoluções
Desempenho das empresas – IMIC	Critério de classificação
	ordem decrescente em relação à receita operacional líquida
	Conceitos
	- receita operacional líquida: receita bruta deduzida dos impostos e devoluções
Grandes & Líderes Amanhã	Critério de classificação
	valor ponderado de grandeza (VPG) = patrimônio líquido (50%) + receita bruta (40%) + resultado líquido (10%).
	Conceitos
	- valor ponderado de grandeza (VPG): resultado da soma do patrimônio líquido, receita bruta e lucro ou prejuízo do exercício, de acordo com o peso atribuído a cada item - patrimônio líquido: soma do capital, reservas e lucros acumulados, deduzidos os prejuízos acumulados - receita bruta: venda de produtos e serviços no exercício - resultado líquido: resultado após pagamento de impostos, resultado não-operacional, participação dos empregados e outros itens
Info200 Info Exame	Critério de classificação
	liderança de mercado: peso 5; crescimento de vendas: peso 5; rentabilidade do PL : peso 10; vendas por empregado: peso 5; margem de EBITDA sobre vendas: peso 5; investimentos em pesquisa: peso 1; investimentos em projetos ambientais: peso 1; investimentos em projetos sociais: peso 1. A escala de pontos para cada indicador é de 20 pontos para o 1º colocado até 1 para o 20º.
	Conceitos
	- liderança de mercado: participação percentual que a empresa detém no setor, medida pela divisão das vendas da empresa pelo total de vendas do setor - crescimento de vendas: percentual de crescimento ou redução das vendas brutas em relação ao exercício anterior - rentabilidade do PL: mede o retorno do investimento para os acionistas e resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido - vendas por empregado: resultado da divisão das vendas pelo número de empregados na data do encerramento do exercício social - margem de EBITDA sobre vendas: representa o lucro obtido na operação em relação à receita bruta de vendas e serviços da empresa - investimentos em pesquisa: montante investido em pesquisa e desenvolvimento no exercício - investimentos em projetos ambientais: total de recursos despendidos em projetos ambientais ou ecológicos no exercício - investimentos em projetos sociais: total de recursos despendidos em projetos sociais ou comunitários no exercício.
Melhores e Maiores Exame	Critério de classificação
	liderança de mercado: peso 15; crescimento de vendas: peso 10; rentabilidade do PL: peso 25; riqueza criada por empregado: peso 15; investimento no imobilizado: peso 15; liquidez corrente: peso 20. Em cada indicador, a escala de pontos vai de 10 pontos para o 1º colocado até 1 para o décimo.

continua...

... continuação

Melhores e Maiores Exame	Conceitos
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- liderança de mercado: participação percentual que a empresa detém no setor, medida pela divisão das vendas da empresa pelo total de vendas do setor</li> <li>- crescimento de vendas: percentual de crescimento ou redução das vendas brutas em relação ao exercício anterior</li> <li>- rentabilidade do PL: mede o retorno do investimento para os acionistas e resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido</li> <li>- riqueza criada por empregado: total da riqueza criada pela empresa dividido pela média do número de empregados, independentemente do volume total de vendas ou da margem de lucro</li> <li>- investimento no imobilizado: representa um indicador da expansão dos negócios da empresa</li> <li>- liquidez corrente: resultado da divisão do ativo circulante pelo passivo circulante</li> </ul>
Valor 1000 Valor Econômico	Critério de classificação
	<p>crescimento sustentável: peso 2; receita líquida: peso 2; margem da atividade: peso 1; geração de valor: peso 1; cobertura de dívidas: peso 1; rentabilidade do PL: peso 1; liquidez corrente: peso 1, giro do ativo: peso 1.</p> <p>Em cada indicador, a escala de pontos vai de 10 pontos para o 1º colocado até 1 para o décimo ou 20 pontos para o 1º colocado até 1 para o vigésimo para os indicadores com peso dobrado. Utiliza também mediana e média para a classificação setorial.</p>
	Conceitos
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- crescimento sustentável: resultado da divisão do percentual de aumento da receita líquida pelo percentual de aumento do patrimônio líquido isento da reserva de reavaliação</li> <li>- receita líquida: receita bruta deduzida dos impostos e devoluções</li> <li>- margem da atividade: lucro ou prejuízo operacional (sem as operações financeiras) dividido pela receita líquida do exercício</li> <li>- geração de valor: obtido pela divisão do valor do EBITDA pelo valor da receita líquida do exercício</li> <li>- cobertura de dívidas: índice obtido pela divisão do EBITDA pelo total das despesas financeiras ocorridas no exercício</li> <li>- rentabilidade do PL: resultado do lucro ou prejuízo do exercício dividido pelo patrimônio líquido</li> <li>- liquidez corrente: índice resultante da divisão do ativo circulante pelo passivo circulante</li> <li>- giro do ativo: divisão da receita líquida pelo ativo total</li> </ul>

**Quadro 20: Critérios de classificação das empresas utilizados pelas revistas especializadas em negócios**

Após a atribuição de pontos pelo desempenho financeiro, algumas publicações, como a Melhores e Maiores, da revista Exame, por exemplo, atribuem pontos extras a título de bônus para as empresas que venceram a edição do ano anterior, que possuem certificação ISO, que possuem programas de remuneração variável para funcionários, que publicam demonstrações financeiras de forma voluntária no caso das sociedades limitadas, publicam ou elaboram balanços sociais, realizam transações pela internet, respondem todas as perguntas da pesquisa ou ainda que tenham demonstrações financeiras auditadas.

Outros estudos e publicações internacionais, assim como as revistas especializadas em negócios publicadas no Brasil, divulgam o *ranking* de determinado grupo de empresas de acordo com os indicadores econômico-financeiros calculados a partir das demonstrações contábeis destas. Por exemplo:

- *America's 500 Fastest-Growing Companies*: estudo das 500 empresas que apresentaram maior crescimento do lucro por ação no período 1987-1991. O estudo

apresenta também informações sobre o lucro por ação, retorno sobre o patrimônio líquido, fluxo de caixa sobre dívidas totais e valor da ação atualizado.

- *Banking's Top Performers*: publicação que evidencia o *ranking* dos 75 maiores bancos dos Estados Unidos, subdivididos em duas publicações: a primeira para os 25 bancos com ativos acima de US\$ 3 bilhões e a segunda para os 50 bancos com ativos abaixo de US\$ 3 bilhões. A classificação é pela ordem decrescente do ROAE (retorno sobre o patrimônio líquido médio). O estudo divulga ainda outros indicadores, tais como o ROAA (retorno sobre o ativo médio), taxa de crescimento dos ativos etc.
- *Fortune 500*: revista que divulga o *ranking* das 500 maiores corporações dos Estados Unidos pelo critério de ordem decrescente da receita de vendas deduzida dos respectivos impostos. Além da receita, divulga valores referentes ao lucro, ativo total, patrimônio líquido, valor de mercado das empresas, lucro por ação e retorno total ao investidor. Participam da seleção companhias que possuem ações na bolsa de valores e companhias que possuem informações contábeis publicamente disponíveis.
- *Inc. 500*: estudo realizado pela revista Inc. que apresenta as 500 maiores empresas privadas dos Estados Unidos em crescimento. Para a publicação do ano 2000, o *ranking* baseou-se no aumento da porcentagem em vendas do ano de 1995 a 1999. Participaram da seleção da revista, companhias que tiveram vendas de pelo menos US\$ 200.000 em 1995, e vendas em 1999 superiores as de 1998. Algumas corporações como, por exemplo, *holding* e bancos regulados, não participam da seleção. Já o *ranking* divulgado na edição de 2007 tomou por base o período de 2003 a 2006, sendo requerida receita mínima de US\$ 200.000 para o ano de 2003 e US\$ 2 milhões para o ano 2006.

Além dos estudos já destacados nas seções anteriores, os indicadores econômico-financeiros também são usados em outras pesquisas acadêmicas de finalidades diversas, algumas das quais são exemplificados na seção a seguir.

## 2.6 OUTROS ESTUDOS SOBRE CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS

Esta seção tenciona demonstrar outros estudos que utilizaram indicadores econômico-financeiros, embora não esteja explícito em sua finalidade. Alguns estudos possuem em seu escopo examinar a capacidade de endividamento das empresas ou o risco de crédito por elas

apresentado ou ainda testar a validade da metodologia de comparação de índices financeiros entre dois ou mais modelos de análise.

O ponto de partida reside, assim como nos demais estudos, no cálculo de indicadores econômico-financeiros a partir das demonstrações contábeis, conforme Quadro 21.

<b>Autor</b>	<b>Indicadores</b>	<b>Métodos estatísticos</b>	<b>Finalidade</b>
Borba (2005)	Retorno do lucro operacional próprio, retorno da geração bruta de caixa, retorno do lucro operacional.	Método dos mínimos quadrados	Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro corporativo.
Zani (2005)	Estoque de liquidez, <i>cash flow</i> , oportunidades de investimento, coeficiente de juros reais, coeficiente de câmbio real, endividamento e colateral.	Análise de dados em painel.	Identificação da capacidade de endividamento da firma.
Ramos (1999)	Liquidez corrente, liquidez seca, giro dos estoques, giro do ativo total, endividamento geral, cobertura de juros, margem operacional, margem líquida e retorno sobre o patrimônio líquido.	Regressão linear e testes de assimetria, curtose e heteroscedasticidade.	Testar a validade da metodologia tradicional de análise dos índices financeiros.

**Quadro 21: Outros estudos de classificação de empresas**

Nos exemplos do Quadro 21, verifica-se que Borba (2005) utilizou indicadores contábeis na investigação do relacionamento entre o desempenho financeiro e o desempenho social das empresas. Para tanto, utilizou cinco variáveis para representar o desempenho financeiro, sendo duas a valores de mercado e três a valores contábeis, e um indicador de desempenho social extraído do balanço social das empresas. Já Zani (2005) verifica a existência de sensibilidade do estoque de liquidez e do endividamento em relação ao colateral (título dado ao credor, por quem toma emprestado, como penhor pelo futuro pagamento de empréstimo), pela análise de dados em painel, utilizando-se de informações extraídas de indicadores econômico-financeiros.

Há também críticas à análise dos indicadores contábeis, como a de Ramos (1999) alegando que existe uma forte proporcionalidade entre o numerador e o denominador de um número índice e, portanto, as suposições evidenciadas pela análise nem sempre são verdadeiras. Para testá-las, o autor aplica métodos estatísticos, como a regressão linear, que, segundo ele, possui condições de confirmar ou não tal característica dos indicadores.

Procurou-se evidenciar, por meio dos estudos apresentados nas seções 2.3, 2.4, 2.5 e 2.6, a utilidade e a importância das informações geradas pelos indicadores econômico-financeiros, as quais são de nível superior a outras informações disponibilizadas pelas empresas, mesmo em situações de imperfeições nos dados publicados nas demonstrações contábeis (MÁRIO, 2002). Com este intuito, descreveram-se os conceitos e características da

análise de desempenho e dos indicadores econômico-financeiros inerentes ao processo (seção 2.1 a 2.6), evidenciando a importância dessa ferramenta como fonte de informações que auxiliem no processo de tomada de decisões dos mais diversos tipos de usuários, quer sejam internos ou externos às organizações.

Na próxima seção (2.7) faz-se uma apresentação sobre o setor calçadista brasileiro, que se destaca como um dos segmentos empresariais de relevância econômica nacional, abordado por este estudo.

## 2.7 SETOR CALÇADISTA BRASILEIRO

### 2.7.1 Evolução do Setor Calçadista Brasileiro

Em junho de 1824, conforme a ABICALÇADOS (2007), chegavam ao Rio Grande do Sul os primeiros imigrantes alemães, que foram os responsáveis pelo início do processo de desenvolvimento econômico da indústria calçadista brasileira. Eles se instalaram no Vale dos Sinos e trouxeram consigo a cultura do artesanato em artigos de couros. Em 1888 surgiu a primeira fábrica de calçados do Brasil, formada por Pedro Adams Filho, que também possuía um curtume e uma fábrica de arreios.

O Rio Grande do Sul aumentava a demanda por calçados, fazendo a produção expandir a cada ano. No início da década de 1960, houve a necessidade de ampliar a comercialização de calçados para fora do país, em contraponto com a exportação de couro salgado, propiciando a formação de um dos maiores *clusters* calçadistas mundiais da atualidade. “A primeira exportação brasileira em larga escala ocorreu em 1968, com o embarque das sandálias Franciscano, da empresa Strassburguer, para os Estados Unidos” (ABICALÇADOS, 2007, p. 3). A produção brasileira de calçados naquela época era de 80 milhões de pares anuais.

Para o BNDES (2006), a exportação de calçados para os EUA a partir da década de 1960, deu início ao dinamismo no setor calçadista brasileiro. As aglomerações industriais optaram por especializações diferentes, tais como: no Vale dos Sinos (Rio Grande do Sul) em calçados femininos de couro, enquanto Franca (São Paulo) em calçados masculinos de couro. Na década de 1970, o calçado brasileiro passou a ter expressiva importância na pauta de exportações nacionais.

Para entender o crescimento da exportação é importante destacar, conforme Schmitz (1995), que ao final dos anos 1960, um *cluster* de mais de 400 firmas já existia no Vale dos Sinos produzindo calçados para o mercado interno e que o governo brasileiro, para ajudar a indústria calçadista, introduziu em 1969-1970, incentivos à exportação. No início dos anos 1970, consoante Schmitz e Knorringa (2000), o Brasil ainda estava em uma fase incipiente, recebendo auxílio dos compradores internacionais, que instalaram departamentos técnicos de produção no país, para que o produto atingisse qualidade internacional e padrão de entrega.

Para Carloni, Costa e Garcia (2007), o ingresso do setor no mercado externo manteve o estado do Rio Grande do Sul e São Paulo na liderança da produção, destacando-se o crescimento acelerado do Rio Grande do Sul a partir de 1970 com a especialização em calçados femininos de couro. Na década de 1980 o grande avanço tecnológico se deu com a produção de calçados esportivos, o que não ocorreu com a produção de calçados de couro (BNDES 2006).

A significativa inserção internacional da indústria calçadista brasileira, ancorada principalmente na mão-de-obra, manteve-se até 1994, quando o Plano Real determinou a paridade cambial do Real em relação ao Dólar. Outro fato significativo ocorrido a partir de meados dos anos de 1990 foi o aumento da concorrência internacional, principalmente nos Estados Unidos. Ambos os fatos forçaram a indústria a reduzir custos para manter a competitividade, deslocando-se para a região Nordeste; fizeram com que as empresas redirecionassem as vendas de seus produtos para o mercado interno; e provocaram a insolvência de muitas empresas, especialmente as de pequeno e médio porte (FORTE, MOREIRA, 2007; CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007; GARCIA, 2006).

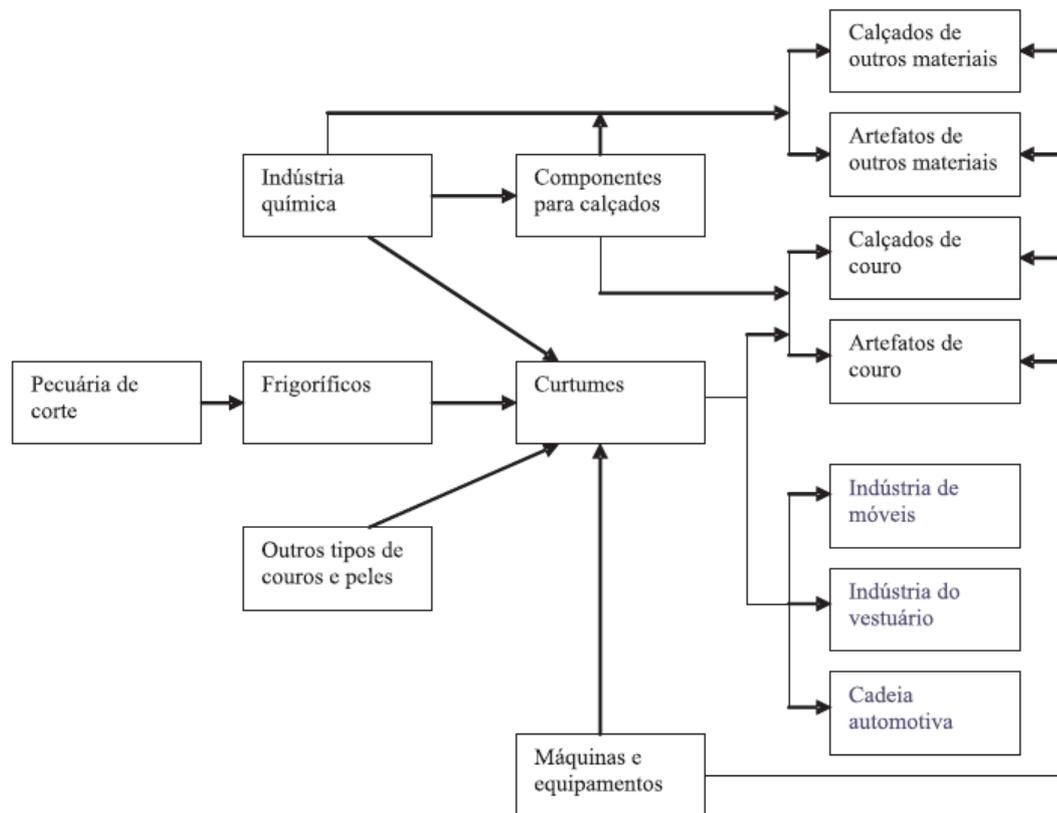
Nesse período, conforme Santos *et al.* (2002), o setor calçadista realizou mudanças importantes com o objetivo de enfrentar a concorrência externa. Além do deslocamento das fábricas para o Nordeste, as grandes empresas realizaram investimentos para aumentar os ganhos de competitividade e passaram a terceirizar parte das atividades.

Em 2005, conforme dados da ABICALÇADOS (2007), o parque calçadista nacional era formado por mais de 9 mil indústrias, instaladas em quase todo território brasileiro com destaque para os estados do Rio Grande do Sul, São Paulo, Ceará, Bahia e Pernambuco, além de Santa Catarina e Minas Gerais. Destes, o principal estado produtor de calçados é o Rio Grande do Sul, com empresas de faturamento anual entre US\$ 10 e 50 milhões (FORTE, MOREIRA, 2007). Outra característica, conforme Garcia (2006) é a organização em sistemas locais de produção, assim como ocorre na indústria italiana.

Em suma, nas últimas quatro décadas, o Brasil tem tido um papel relevante na história do calçado, destacando-se como fabricante de manufaturados de couro, alcançando o terceiro lugar no *ranking* mundial dos países produtores desde o ano de 1997 (ABICALÇADOS, 2007), com destaque para a indústria do Vale do Rio dos Sinos que durante os últimos 30 anos se tornou um dos principais exportadores de calçados para os Estados Unidos e Europa (SCHMITZ, 1999).

### 2.7.2 Produção, Comercialização e Distribuição dos Calçados

A indústria de calçados apresenta inter-relações com diversos setores industriais, destacando-se a indústria química e do vestuário. Porém, seus segmentos mais importantes são o processamento do couro e a confecção do calçado. A cadeia coureiro-calçadista é descrita na Figura 9.



**Figura 9: Descrição básica da cadeia coureiro-calçadista**

Fonte: Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 40)

Segundo Carloni, Costa e Garcia (2007), o processo de utilização de couro natural e borracha natural (não-vulcanizada) na produção de calçados teve início em 1930. No ano de 1940 foi introduzida no processo a borracha vulcanizada e em 1960 o PVC. Em 1970 outros

componentes como o PU e PU termoplástico, borracha termoplástica e EVA foram incorporados no processo de fabricação, principalmente na produção de calçados esportivos.

Quanto à comercialização e distribuição da produção, Carloni, Costa e Garcia (2007) relatam que os canais próprios, por meio de representantes comerciais são os meios mais comuns de comercialização e distribuição do calçado. Em segundo vem o fornecimento de calçados sob encomenda para grandes lojas de departamentos ou redes especializadas na comercialização de calçados e vestuário. A terceira forma utilizada por grandes empresas do setor, é a comercialização por meio de grandes redes supermercadistas. Há ainda a comercialização por meio de lojas próprias, com destaque às franqueadas.

Referente à comercialização e distribuição por meio de grandes redes ou detentores de marcas globais, Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 50) destacam:

Atualmente, os grandes compradores de calçados, sejam grandes redes internacionais de varejo, sejam detentores de marcas consolidadas, possuem acesso aos grandes mercados mundiais e, por isso, são capazes de comandar a cadeia de produção e distribuição das mercadorias.

Vieira e Paiva (2005) complementam que o mercado dos Estados Unidos tem altas barreiras à entrada de novos concorrentes com marcas próprias, que exigem altos investimentos em comercialização e distribuição. Isso explica o fato das empresas brasileiras de calçados procurarem elevar suas vendas para países onde não é verificada a presença dos grandes compradores globais, e que permitam a reprodução de esquemas de comercialização e distribuição utilizados no mercado doméstico, como é o caso da Argentina, Paraguai, Chile, Peru e Bolívia (GARCIA, 2006).

Essas empresas brasileiras bem sucedidas que investiram em marcas próprias, iniciaram a conquista de segmentos de mercados internacionais e consolidaram importantes posições no setor calçadista. Por exemplo, a Azaléia, iniciou a internacionalização de seus produtos em 1992, e atualmente conta com mais de quatro mil pontos de venda nos Estados Unidos (GARCIA, 2006). O grupo Paquetá, por meio da Dumond, também segue essa estratégia, apesar do tempo demandado para sua consolidação em nível mundial (FROELICH, BITENCOURT, 2007).

Por sua vez, segundo relato do Jornal do Comércio - RS (2007), a Vulcabrás comprou a Indular Manufacturas, indústria argentina de calçados esportivos de segurança por US\$ 25 milhões. Já a West Coast, a partir de janeiro de 2008 passou a produzir de 5 mil a 10 mil pares de calçados na Índia, o que deve representar uma economia de até 50% em relação ao custo de fabricação no Brasil de calçados exportados para a Ásia (ZERO HORA, 2007).

### 2.7.3 O Mercado de Calçados

Para Carloni, Costa e Garcia (2007), o mercado de calçados pode ser classificado quanto ao gênero dos consumidores e às finalidades de consumo: masculino, feminino e infantil; calçados sociais, casuais, de segurança, ou para a prática de esporte. Além disso, pela característica de segmentação este mercado também está sujeito a influências da moda, estações do ano, gostos e preferências do estilo dos calçados, materiais empregados, etc.

“Contudo, de um modo geral pode-se considerar que o consumo de calçados em determinado período de tempo recebe forte influência de determinadas variáveis: preço; variação na renda, que pode ser medida pelo desempenho do PIB (Produto Interno Bruto); e número de consumidores” (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007, p. 16).

Essa variada gama de situações possibilita que se encontre no setor empresas com diferentes níveis de tamanho e eficiência. Em 2005, o setor calçadista era formado por mais de 9 mil indústrias, as quais geravam cerca de 299 mil empregos diretos. Além disso, conforme a ABICALÇADOS (2007), estão instaladas no Brasil mais de 1.500 indústrias de componentes para calçados. A Tabela 1 demonstra a distribuição das empresas calçadistas brasileiras por estado.

**Tabela 1: Empresas calçadistas por estados no ano de 2005**

Estado	Empresas	%	Empregos	%	Média empregos
Rio Grande do Sul	3.419	37,9%	126.784	42,5%	37
São Paulo	2.776	30,7%	54.570	18,3%	20
Ceará	221	2,4%	44.268	14,8%	200
Minas Gerais	1.493	16,5%	23.515	7,9%	16
Bahia	95	1,1%	22.973	7,7%	242
Paraíba	104	1,2%	8.461	2,8%	81
Santa Catarina	321	3,6%	5.696	1,9%	18
Rio Grande do Norte	27	0,3%	1.835	0,6%	68
Pernambuco	44	0,5%	1.776	0,6%	40
Paraná	153	1,7%	1.612	0,5%	11
Espírito Santo	45	0,5%	1.388	0,5%	31
Rio de Janeiro	61	0,7%	751	0,3%	12
Sergipe	15	0,2%	268	0,1%	18
Alagoas	9	0,1%	110	0,0%	12
Outros	249	2,8%	4.652	1,6%	19
<b>Total</b>	<b>9.032</b>	<b>100,0%</b>	<b>298.659</b>	<b>100,0%</b>	<b>33</b>

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2007, p. 7).

Evidencia-se também que a indústria calçadista brasileira caracteriza-se pelo uso intensivo de mão-de-obra, pela predominância de empresas de menor porte (micro e pequenas empresas), pela relativa difusão da tecnologia de produção e baixa requisição de inovação tecnológica e, pelo baixo nível de capital investido exigido, caracterizando-se como um setor

de baixas barreiras à entrada e saída de empresas (ABICALÇADOS 2007; SEBRAE 2005; CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007).

Quanto à predominância de empresas de menor porte, Schuh (2006) destaca que em 2004, pelo critério de número de empregados adotado pelo Ministério do Trabalho, 75% das empresas classificavam-se como microempresas (com até 19 empregados); 18% como de pequeno porte (de 20 a 99 empregados); 5% como médias empresas (de 100 a 499 empregados); e 2% como grandes empresas (com 500 ou mais empregados).

Dentre os estados, o Rio Grande do Sul destaca-se pela concentração de empresas de grande porte, porém a produção brasileira de calçados está sendo distribuída de forma gradativa também em pólos localizados nas regiões Sudeste e Nordeste do país, com destaque para as cidades de Jaú, Franca e Birigui no estado de São Paulo e estados emergentes, como Ceará e Bahia. Há também crescimento na produção de calçados nas regiões de São João Batista em Santa Catarina, de Nova Serrana em Minas Gerais e no estado de Pernambuco (ABICALÇADOS 2007; BNDES 2006; SEBRAE 2005).

Em 2006 o setor produziu cerca de 796 milhões de pares de calçados, sendo 77% (616 milhões de pares) destinados ao mercado interno e 23% (180 milhões de pares) ao mercado externo. Os principais tipos de calçados exportados são: 49% de couro, 41% de plástico, 7% de material têxtil e 3% de outros materiais (ABICALÇADOS, 2007). O faturamento anual estimado do setor calçadista brasileiro é de R\$ 20 bilhões (CAETANO, 2008).

A evolução da produção, exportação, importação e do consumo de calçados no Brasil é demonstrada na Tabela 2, construída com base em estimativa realizada pela Abicalçados. O consumo aparente interno refere-se ao consumo de calçados produzidos no Brasil. Já o consumo aparente total adiciona ao consumo interno o consumo de calçados importados e o consumo per capita se refere à quantidade de pares consumidos por ano por cada brasileiro.

**Tabela 2: Evolução da produção, da exportação, da importação e do consumo aparente de calçados do Brasil: 1997-2006 (em milhões de pares)**

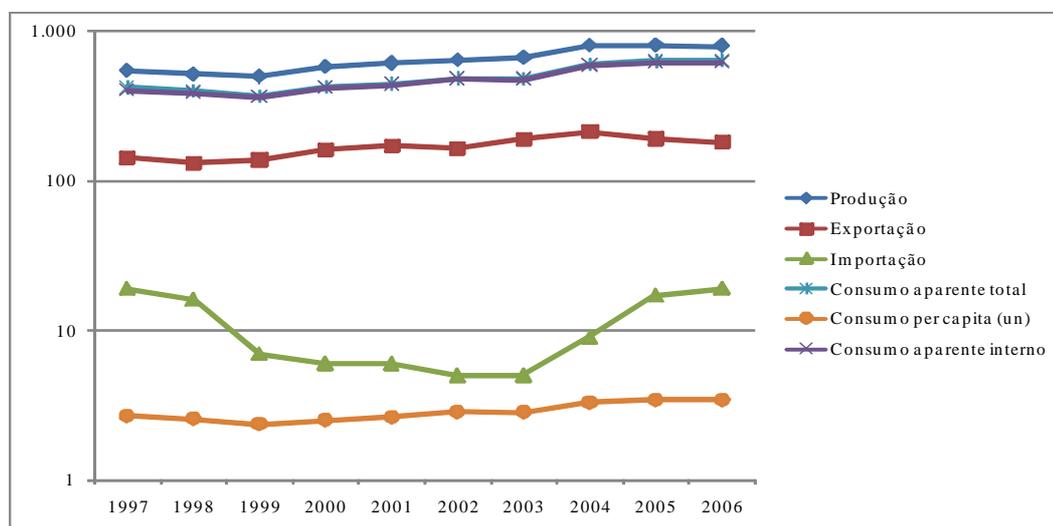
Item	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Produção	544	516	499	580	610	642	665	800	806	796
Exportação	142	131	137	160	171	164	189	212	190	180
Importação	19	16	7	6	6	5	5	9	17	19
Consumo aparente interno	402	385	362	420	439	478	476	588	616	616
Consumo aparente total	421	401	369	426	445	483	481	597	633	635
Consumo per capita (un)	2,68	2,55	2,35	2,51	2,62	2,84	2,83	3,26	3,42	3,41

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS 2001 a 2007.

Percebe-se que nos últimos dez anos houve um crescimento de 46% na produção de calçados. As exportações cresceram 27% e as importações em 2006 equipararam-se ao ano de

1997. Quanto ao consumo de calçados produzidos no Brasil, este cresceu 53% e o consumo total, ou seja, o consumo interno acrescido das importações atingiu um crescimento de 50%.

A Figura 10, construída com escala logarítmica na base 10, ilustra esse comportamento de forma gráfica.



**Figura 10: Evolução da produção, da exportação, da importação e do consumo aparente de calçados do Brasil: 1997-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS 2001 a 2007.

As indústrias brasileiras possuem especialização em todos os tipos de calçados: femininos, masculinos, infantis, ortopédicos e de segurança do trabalhador, entre outros, possibilitando a exportação da produção brasileira para mais de 140 países. Segundo a ABICALÇADOS (2007), os principais importadores são: Estados Unidos (36%), Reino Unido (6%) e Argentina (12%), em relação ao volume exportado. Quanto ao faturamento gerado pela exportação, os três países são responsáveis por 46%, 11% e 7%, respectivamente, ou seja, 64% das exportações brasileiras.

**Tabela 3: Exportação Brasileira de Calçados: 1997 a 2006**

ANO	VALOR (US\$ MILHÕES)	% VARIAÇÃO	PARES (MILHÕES)	PREÇO MÉDIO (US\$)
1997	1.523		142	10,69
1998	1.330	-13%	131	10,16
1999	1.278	-4%	137	9,32
2000	1.547	21%	160	9,52
2001	1.617	5%	171	9,44
2002	1.451	-10%	164	8,84
2003	1.552	7%	189	8,21
2004	1.814	17%	212	8,54
2005	1.892	4%	190	9,97
2006	1.863	-2%	180	10,33

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Evidencia-se que em 2006 a indústria calçadista recuperou o preço médio cobrado pelo par de calçado nos anos de 1997 e 1998. O faturamento em dólares, apesar de várias

oscilações, cresceu a partir de 2002 a 2005, tendo uma pequena queda em 2006. Conforme matéria do Jornal Zero Hora (2008), apesar da diminuição na quantidade de pares exportados, o aumento no faturamento indica que os calçadistas brasileiros agregaram qualidade aos calçados e, conseqüentemente, conseguiram elevar o preço de seus produtos. Como reflexo negativo está a redução dos postos de trabalho, diante da diminuição na quantidade de produtos fabricados.

Para atender a tendência futura do mercado externo, com pedidos de pequenos lotes e produtos de alta qualidade, Carloni, Costa e Garcia (2007) enfatizam que a gestão dos estoques é um ponto crítico para as empresas brasileiras, pois este nicho de mercado requer uma produção de maior valor agregado, mas de baixo volume e de forma sazonal. Essa tendência também faz com que as empresas aumentem a diversidade de produtos ofertados, para que possam fazer frente à pressão dos concorrentes externos. Segundo eles, o tamanho do mercado consumidor brasileiro de calçados, o quinto do mundo, a ampla linha de produtos ofertados pelo setor, quer seja a produção em escala ou pequenos lotes, e a localização geográfica da atividade em aglomerados de empresas, fortalecem a competitividade da indústria.

#### **2.7.4 Migração da Indústria Calçadista Brasileira para a Região Nordeste**

A indústria calçadista possui um elevado potencial de geração de emprego, que decorre basicamente da característica artesanal do processo produtivo. O comportamento dessa indústria é bastante errático, impactado principalmente pelas oscilações das exportações (GARCIA, 2006). Isso explica o fato de apesar das regiões Sul e Sudeste (Tabelas 4 e 5) ainda concentrarem a maior parte da produção e das vendas, a produção dos estados do Nordeste vem aumentando gradativamente pela transferência de unidades de grandes empresas para a região.

O aumento da concorrência externa e interna, que adotou os padrões internacionais, forçou as empresas a reduzir custos de produção e buscar aumento de participação no mercado externo. As grandes empresas calçadistas das regiões Sul (Azaléia, Dakota, Daiby, Dilly, Grendene, Kildare e Via Uno, por exemplo) e Sudeste (Alpargatas e Vulcabras) deslocaram unidades fabris para o Nordeste, no início dos anos de 1990, em busca de menores custos de produção, de transporte e mão-de-obra e fruição dos incentivos fiscais oferecidos pelos governos estaduais daquela região, almejando maior competitividade e maior

participação no mercado internacional de calçados. A localização da região Nordeste em relação aos Estados Unidos, também influenciou o deslocamento (SANTOS *et al.* 2002; BNDES 2006; CARLONI; COSTA; GARCIA 2007, VIANA; ROCHA 2006).

Nos anos de 1990, conforme o SEBRAE (2005), as exportações para os Estados Unidos passaram a crescer mais lentamente, sendo fator significativo para as empresas das regiões Sul e Sudeste migrarem para a região Nordeste. O setor calçadista gaúcho também recebeu incentivos no período de 1997 a 2004, num total de R\$ 225 milhões (KAPRON; LENGLER, 2006).

Embora as maiores empresas do setor concentram-se no Rio Grande do Sul e têm como principal país comprador os Estados Unidos (FORTE; MOREIRA, 2007), verifica-se pela Tabela 6 que a região Nordeste, de 1997 a 2006, obteve um crescimento das suas exportações em 818%, ao passo que a região Sul decresceu 6% e a região Sudeste cresceu 78%, confirmando a influência da região nas exportações para os Estados Unidos.

**Tabela 4: Exportação Brasileira de Calçados – Região Sul: 1997 a 2006**

ANO	VALOR (US\$ MILHÕES)	% VARIAÇÃO	PARES (MILHÕES)	PREÇO MÉDIO (US\$)
1997	1.351		117	11,55
1998	1.149	-15%	101	11,38
1999	1.092	-5%	104	10,50
2000	1.299	19%	122	10,65
2001	1.326	2%	122	10,87
2002	1.173	-12%	116	10,11
2003	1.158	-1%	118	9,81
2004	1.290	11%	123	10,49
2005	1.328	3%	102	13,02
2006	1.271	-4%	84	15,13

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007)

**Tabela 5: Exportação Brasileira de Calçados – Região Sudeste: 1997 a 2006**

ANO	VALOR (US\$ MILHÕES)	% VARIAÇÃO	PARES (MILHÕES)	PREÇO MÉDIO (US\$)
1997	131		11	11,91
1998	103	-21%	12	8,58
1999	93	-10%	12	7,75
2000	142	53%	16	8,88
2001	146	3%	19	7,68
2002	121	-17%	16	7,56
2003	159	31%	21	7,57
2004	242	52%	27	8,96
2005	258	7%	25	10,32
2006	233	-10%	20	11,65

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007)

**Tabela 6: Exportação Brasileira de Calçados – Região Nordeste: 1997 a 2006**

ANO	VALOR (US\$ MILHÕES)	% VARIAÇÃO	PARES (MILHÕES)	PREÇO MÉDIO (US\$)
1997	39		14	2,79
1998	77	97%	18	4,28
1999	91	18%	20	4,55
2000	104	14%	23	4,52
2001	144	38%	28	5,14
2002	154	7%	33	4,67
2003	230	49%	48	4,79
2004	281	22%	62	4,53
2005	303	8%	64	4,73
2006	358	18%	76	4,71

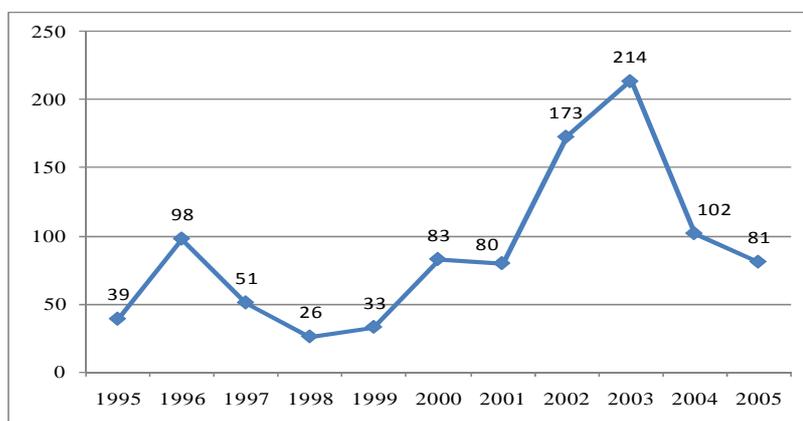
Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Quanto aos incentivos fiscais concedidos, Santos *et al.* (2002) destacam os relativos ao diferimento de ICMS, na esfera estadual, isenção do IR e concessão de empréstimos proporcionais ao valor FOB da exportação, na esfera federal, e isenção de impostos municipais, na esfera municipal, além de apoio institucional e de infra-estrutura. Segundo o Jornal do Comércio - RS (2007), empresas como Vulcabrás e Azaléia possuem operações no Nordeste e usufruem desses benefícios.

Destas vantagens, a redução dos custos de mão-de-obra, cujo salário médio no Brasil estima-se em US\$ 250,00 e encargos sociais podem chegar a 100% (CARVALHO, 2007), principalmente para as empresas produtoras de calçados de baixo valor agregado e menor qualidade, e que utilizam grande volume de mão-de-obra é a mais importante, pois este custo é um determinante da competitividade das empresas (SEBRAE 2005).

De acordo com executivos de algumas empresas entrevistadas, só pelo custo reduzido da mão-de-obra no Nordeste, mesmo que não houvesse incentivos fiscais, o calçado fabricado na região teria uma redução de pelo menos 10% em seu custo, se comparado ao produzido no Sul e no Sudeste (SANTOS *et al.*, 2002, p.75).

O BNDES (2006) também auxiliou esse processo de deslocamento da indústria calçadista, desembolsando no período de 1995 a 2005, conforme Figura 11, R\$ 980 milhões de reais para financiar o setor.



**Figura 11: Desembolso do Sistema BNDES ao Setor Calçadista (R\$ em milhões)**

Fonte: elaboração própria a partir de BNDES/AP/DEPLAN *apud* BNDES (2006)

Segundo o Modelo de Geração de Empregos do BNDES, estima-se que o setor calçadista gera 710 empregos para cada R\$ 10 milhões investidos na produção (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007), ou seja, aproximadamente 70 mil empregos foram gerados pelas empresas financiadas nesse período.

O comportamento e a distribuição das empresas por região, bem como o número de empregos por elas gerados, podem ser vistos nas Tabelas 7 e 8, onde é possível verificar que o número de empresas da região Sul cresceu 75% e o número de empregos 27% de 1997 a 2005. A região Sudeste cresceu 36% em empresas e 57% em empregos. O Nordeste, por sua vez, teve um crescimento de 67% no número de empresas e 237% no número de empregos. As demais regiões cresceram 30% no número de empresas e 150% no de empregos.

**Tabela 7: Empresas produtoras de calçados por região: 1997-2006**

Ano	Região Sul		Região Sudeste		Região Nordeste		Outras Regiões		Total Brasil	
	Empresas	média empregos	Empresas	média empregos	Empresas	média empregos	Empresas	média empregos	Empresas	média empregos
1997	2.231	48	3.217	16	308	79	191	6	5.947	31
1998	2.320	43	3.188	16	343	95	162	6	6.013	31
1999	2.504	45	3.190	18	379	100	180	7	6.253	33
2000	2.918	43	3.321	19	422	114	199	8	6.860	35
2001	3.212	42	3.483	18	452	110	215	7	7.362	34
2002	3.275	41	3.624	18	440	134	223	7	7.562	35
2003	3.425	39	3.789	18	463	143	231	7	7.908	34
2004	3.651	41	4.056	20	491	158	235	11	8.433	37
2005	3.893	34	4.375	18	515	158	249	11	9.032	33

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

**Tabela 8: Empregos gerados pelo setor calçadista por região: 1997-2006**

Ano	Região Sul		Região Sudeste		Região Nordeste		Outras Regiões		Total Brasil	
	Empregos	% p/região	Empregos	% p/região	Empregos	% p/região	Empregos	% p/região	Empregos	%
1997	106.011	58,1%	51.246	28,1%	24.214	13,3%	1.124	0,6%	182.595	100%
1998	99.704	54,0%	51.286	27,8%	32.667	17,7%	986	0,5%	184.643	100%
1999	112.015	53,7%	57.278	27,5%	38.045	18,2%	1.172	0,6%	208.510	100%
2000	126.080	52,4%	64.549	26,9%	48.227	20,1%	1.536	0,6%	240.392	100%
2001	134.785	54,2%	62.647	25,2%	49.891	20,1%	1.496	0,6%	248.819	100%
2002	135.802	51,8%	65.599	25,0%	59.169	22,6%	1.515	0,6%	262.085	100%
2003	135.086	49,6%	69.009	25,4%	66.309	24,4%	1.689	0,6%	272.093	100%
2004	149.630	47,9%	82.649	26,4%	77.713	24,9%	2.587	0,8%	312.579	100%
2005	134.092	44,9%	80.224	26,9%	81.531	27,3%	2.812	0,9%	298.659	100%

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Em números absolutos, o Nordeste era em 2005, a segunda maior região do setor em número de empregos gerados. De 1997 a 2005 foram criados 57.317 novos postos de trabalho, contra a criação de 28.978 na região Sudeste, 28.081 na região Sul e 1.688 nas outras regiões.

Garcia (2006) argumenta que esse processo de reestruturação produtiva da indústria brasileira de calçados está fazendo com que os pólos produtores tradicionais percam sua importância em termos de participação na produção e emprego. Dentre os estados que mais receberam investimentos destacam-se os do Ceará e da Bahia, que possuem esquemas

agressivos de oferta de incentivos fiscais às empresas que desejam instalar unidades de fabricação.

No entanto, Garcia (2006) complementa que as empresas têm buscado no Nordeste estabelecer linhas de produtos complementares, produzindo calçados de menor valor agregado e com destino ao mercado interno. Estas unidades recebem apoio técnico e componentes, principalmente do sul do Brasil (SCHMITZ; KNORRINGA, 2000).

As grandes empresas têm mantido nas regiões tradicionais suas funções corporativas superiores, como o desenvolvimento de produtos. Já para as empresas de pequeno e médio porte, o custo-benefício desse deslocamento não é uma opção capaz de compensar os benefícios das economias de aglomeração que as empresas deixariam de obter deslocando-se para regiões como o Nordeste (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007).

Outra forma de redução de custos bastante utilizada é a subcontratação (terceirização) de partes do processo produtivo. Em comparação com grandes e médios empreendimentos, os pequenos fabricantes do Vale dos Sinos utilizam os subcontratados mais pesadamente (SCHMITZ, 1999). Essa prática proporciona a fragmentação do processo de produção e permite às empresas ganhos em custos e flexibilidade, principalmente nas etapas de uso intensivo de mão-de-obra (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007).

Embora ainda tenha problemas de infra-estrutura de transportes, especialmente quando o destino dos calçados é o Sul ou Sudeste brasileiro (VIANA; ROCHA, 2006), o Nordeste desponta na fabricação de calçados com destaque para o Ceará, Bahia e Paraíba, produzindo praticamente 50% da produção brasileira (aproximadamente 350 milhões de pares) segundo Milton Cardoso, presidente da ABICALÇADOS. Por estado, o RS ainda detém o 1º lugar com 3.419 empresas, seguido de SP com 2.776, Minas com 1.493, SC com 321 e Ceará com 221 empresas (VISCARDI, 2007).

Segundo dados da ABICALÇADOS (2008), em janeiro de 2008 o estado do Ceará atingiu, em volume de pares, 45,8% (9,3 milhões de pares) das exportações brasileiras de calçados, ultrapassando o Rio Grande do Sul, que exportou 30% (6,1 milhões de pares). Mas, devido ao preço médio do calçado gaúcho ser maior, o *ranking* em valor nesse mesmo período ainda é liderado pelo Rio Grande do Sul com US\$ 104,68 milhões ante US\$ 34,71 milhões exportados pelo Ceará.

### 2.7.5 Concorrência Externa

O mercado mundial para o calçado pode ser segmentado em três áreas principais: (1) regiões de economia em crescimento, (2) economias onde o calçado deixou de ser somente um artigo básico e se tornou também símbolo de posição social e (3) países desenvolvidos (MILLS, 2007).

Dessa forma, tem-se na indústria de calçados uma atividade globalizada e exposta a uma intensa concorrência à medida que avança a liberalização comercial e a integração econômica entre países. Além disso, a produção de calçados apresenta uma tecnologia difundida que permite às empresas com diferentes capacitações sobreviverem neste mercado, o qual tem na mão-de-obra o fator determinante da competitividade (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007).

Conforme Schmél (2000), o lento desenvolvimento técnico na fabricação de calçados e o uso intensivo de mão-de-obra que nos últimos 20-30 anos, apresenta uma tendência crescente dos custos com salários, fazem com que empresários procurem oportunidades mais baratas de produção, onde os salários são menores.

Não é por outro motivo que essa indústria tenha sido caracterizada como “nômade”, pois freqüentemente se desloca no espaço geográfico em busca de força de trabalho abundante e barata. É por isso também que cerca de dois terços da produção mundial de calçados encontram-se na Ásia, região que dispõe desse ambiente produtivo. A concorrência internacional no setor tem sido, já há algum tempo, dominada em grande parte por países asiáticos. A China destaca-se entre eles como um competidor dos mais agressivos (CARLONI, COSTA E GARCIA, 2007, p. 31).

Segundo Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 21), nos últimos anos o mercado mundial de calçados permaneceu praticamente inalterado, associado ao desempenho econômico dos principais países consumidores nos anos de 1990. “O crescimento do mercado depende do crescimento econômico e também do crescimento demográfico, que vem se reduzindo nos países desenvolvidos”. O padrão de consumo de calçados também está sendo alterado elevando-se o consumo de calçados produzidos a partir de material sintético em contraponto aos feitos de couro.

Outra alteração se deu no padrão de compra das redes varejistas, o qual sofreu transformações desde a década de 1990. “Em períodos anteriores, anos de 1970 e 1980, ordens de compra de até 100 mil pares de calçados por pedido eram comuns” (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007, p. 22).

O aumento da competitividade e redução dos preços direcionou os fornecedores de calçados a repensar suas estratégias e desenvolver capacidades adicionais como desenvolvimento e *design* de produtos, gestão logística, infra-estrutura e gestão de estoques. Além disso, os grandes fornecedores estão desenvolvendo parcerias estratégicas com compradores-chave para assegurar um fluxo consistente de ordens. Essa relação interessa também aos compradores, que privilegiam relações de longo prazo com seus fornecedores (MILLS, 2007).

As transformações que a indústria mundial de calçados vem passando nos últimos anos revelam elementos importantes para a competitividade do setor e trazem novos desafios aos seus produtores. Para Carloni, Costa e Garcia (2007) a fase de expansão da indústria brasileira beneficiou-se de uma política ativa do governo na promoção das exportações do país. Na década de 1980 a indústria calçadista brasileira continuou em sua trajetória de crescimento, embora a um ritmo menor, ocupando espaços que se abriam devido à continuidade daquele deslocamento da produção.

Esse comportamento observado na trajetória da indústria calçadista brasileira no mercado externo deve-se a diversas causas. Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 24) argumentam que “o rápido crescimento no começo das exportações brasileiras insere-se em um quadro de deslocamento da produção dessa indústria dos países desenvolvidos em direção a regiões no mundo que oferecessem melhores condições produtivas, particularmente em relação à disponibilidade e custo de mão-de-obra”.

Schmitz (1995) argumenta que os importadores de calçados dos Estados Unidos procuravam novos fornecedores em países de mão-de-obra mais barata. Porém, para vender sapatos brasileiros nos EUA ou Europa, eles tiveram que ajudar os fornecedores locais a alcançar qualidade internacional e padrão de entrega e ainda atendessem às exigências específicas de cada mercado (SCHMITZ, 2006).

Esse movimento ocorreu também na Itália, onde as companhias recorreram ao deslocamento internacional da produção como uma estratégia de redução de custos, subcontratando mão-de-obra mais barata em países como a Romênia e outros da Europa Oriental, ou até mesmo o Brasil (AMIGHINI; RABELOTTI, 2003; RABELOTTI, 2003; PAROLINI; VISCONTI, 2003). Verifica-se esse processo também do Taiwan para o Vietnã (SCHMITZ, 1999; SCHMITZ; KNORRINGA, 2000). Para Schmél (2000), a redução de custos é a principal ou a única razão pela qual as companhias trocam as capacidades produtivas dos países industrializados pela produção em países em desenvolvimento durante as últimas três décadas.

Garcia (2006) comenta que o ingresso da indústria calçadista brasileira no mercado internacional esteve associado a um contexto em que os grandes mercados consumidores saíram à busca de fornecedores em países que apresentassem menores custos de produção. É por essa época que Coréia do Sul, Taiwan e outros países ingressam também no mercado externo da os calçados.

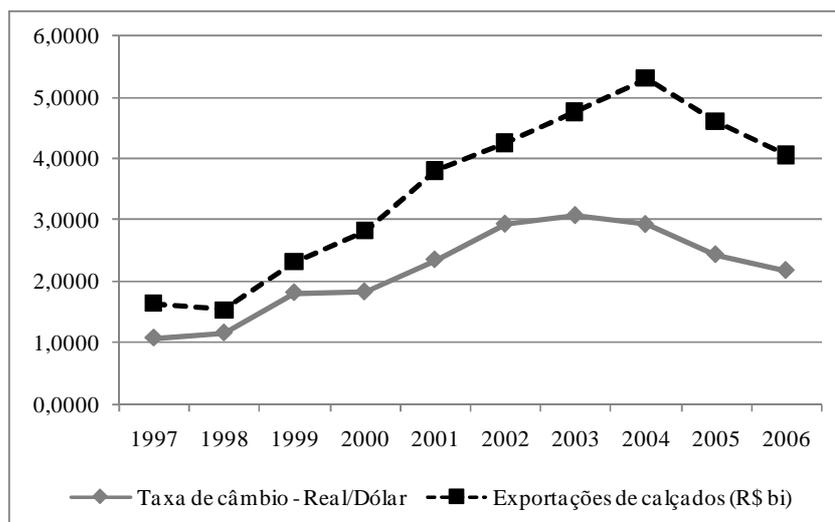
A Coréia do Sul apresentou uma trajetória exportadora semelhante à brasileira: em 1965 exportou US\$ 4,2 milhões; aumentou para US\$ 17,9 milhões em 1970; ampliou para US\$ 904,2 milhões em 1980; atingiu o seu pico em 1990, quando exportou US\$ 4,3 bilhões; de 1990 em diante o setor experimenta uma tendência de declínio, caindo as exportações de calçados para US\$ 810,4 milhões em 1998 (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007, p. 24).

A desaceleração no ritmo de expansão deveu-se, além da tentativa das indústrias locais dos países desenvolvidos em preservar a sua presença no mercado, ao ingresso na atividade de novos países asiáticos com condições competitivas mais favoráveis, destacando-se “a presença da indústria chinesa no mercado internacional de calçados, que consegue competir com preços inferiores e crescentemente com produtos de melhor qualidade” (SCHUH, 2006, p. 120).

Na década de 1990 a agressividade desses novos concorrentes asiáticos no mercado internacional consolidou a Ásia como o principal fornecedor mundial de calçados, configurando-se a China como grande fornecedor mundial desse produto. Além disso, a valorização cambial da moeda brasileira no período 1994-1999 levou o setor a se defrontar com fortes restrições ao seu crescimento (GARCIA 2006; CARLONI; COSTA; GARCIA 2007), ao passo que na China o Dólar norte-americano apresenta-se altamente estimado (GLADYS *apud* FEELEY *et al.*, 2002).

Santos *et al.* (2002) e Versiani, Resende (2007), ratificam que a indústria calçadista brasileira foi afetada nessa época, sobretudo pela política econômica de câmbio e juros elevados, reduzindo o desempenho da economia brasileira, e pelo aumento da oferta internacional de calçados, que dispunha de vantagens competitivas superiores às brasileiras.

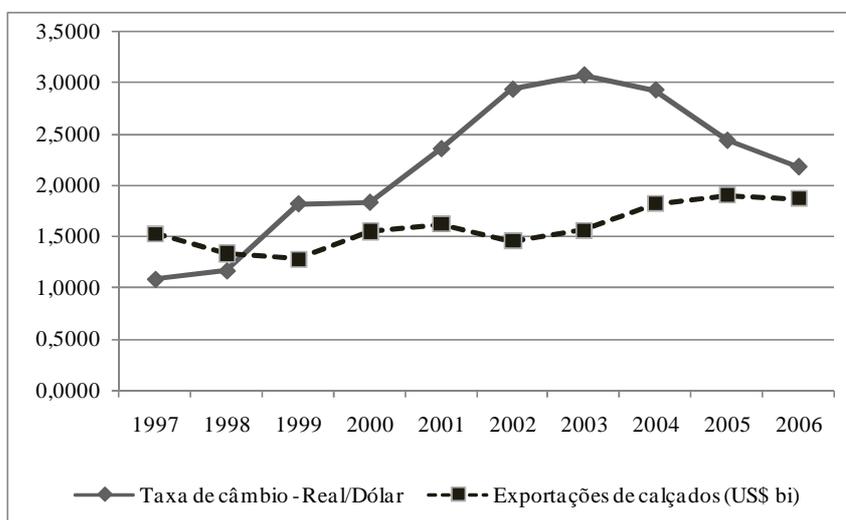
Quanto à política cambial, Barbosa e Alvim (2006, p. 7), constataram em seus estudos, com base no comportamento das exportações do Rio Grande do Sul, que a desvalorização do Real influencia diretamente na elevação do valor das exportações brasileiras de calçados (em Reais) e vice-versa, o mesmo acontecendo quando houve elevação nos preços médios em dólar. “Os coeficientes estimados indicam que o aumento de 1% no câmbio provoca um aumento de 0,74% no valor exportado e que o aumento de 1% no preço médio dos calçados eleva as exportações em 0,62%”.



**Figura 12: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução das exportações brasileiras de calçados (R\$ bilhões) no período 1997-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2007) e BACEN (2008).

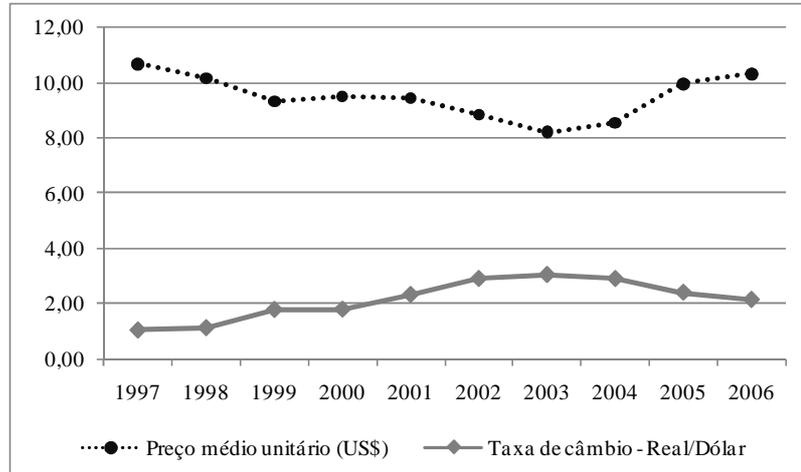
Verifica-se na Figura 12, na qual se assumiu a taxa média anual da cotação de venda como a taxa de câmbio R\$/US\$ e para o cálculo da estimativa do valor das exportações em Reais, um comportamento correspondente entre taxa de câmbio e valor das exportações. Porém, a Figura 13 demonstra que a variação da moeda influencia na competitividade externa da indústria calçadista, mas não é fator fundamental, visto que em períodos de maior desvalorização cambial as exportações em Dólar não corresponderam em equivalência.



**Figura 13: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução das exportações brasileiras de calçados (US\$ bilhões) no período 1997-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2007) e BACEN (2008).

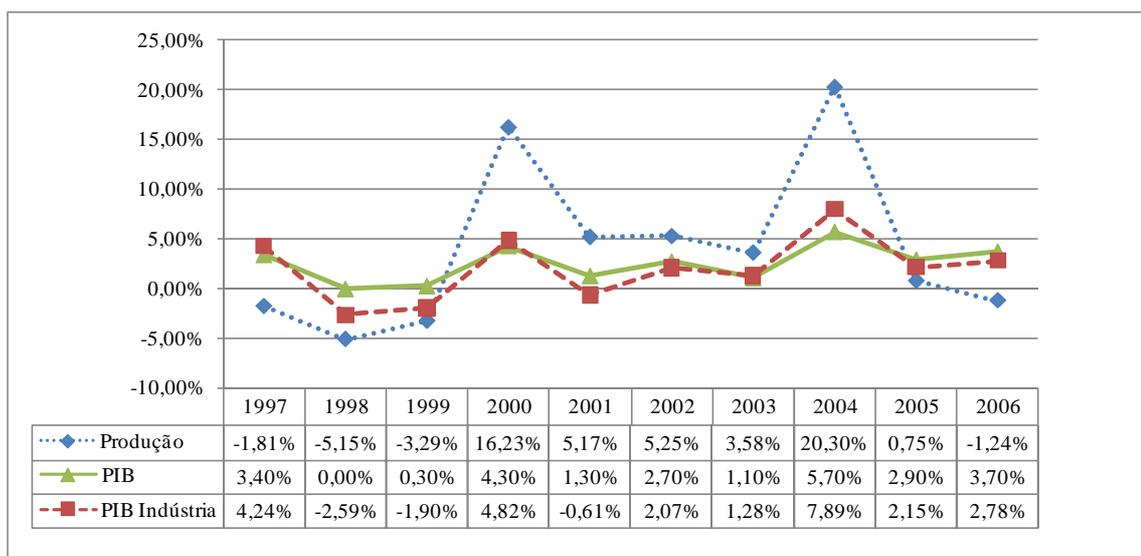
A conversão do valor das exportações em moeda nacional para a moeda Dólar (pela taxa média anual da cotação de venda) permite demonstrar que a desvalorização cambial do Real não provocou um aumento real do valor exportado em função de uma maior da competitividade em preços dos calçados brasileiros, pois houve redução no preço médio dos calçados (Figura 14).



**Figura 14: Evolução da valorização do Real ante o Dólar comparada à evolução do preço médio unitário (US\$) do calçado exportado no período 1997-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2007) e BACEN (2008).

Nota-se dessa forma, que o câmbio desvalorizado possibilita a redução do preço do produto, atributo principal da competitividade da indústria brasileira de calçados, que é dependente principalmente do custo baixo de mão-de-obra e câmbio adequado, ao mesmo tempo em que inibe a importação brasileira de calçados. Segundo Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 15-16) “No que se refere à oferta de força de trabalho e ao seu preço, o Brasil não enfrentou nem enfrenta dificuldades nessa área” e “quanto ao câmbio, moeda valorizada no comércio internacional tende, como se sabe, a encarecer os produtos, retirando-lhes atratividade em frente a concorrentes externos”. Em 1992, por exemplo, a desvalorização da Lira favoreceu a subcontratação de empresas locais na Itália por estrangeiras (RABELLOTTI, 2003). O efeito pode ser verificado pela variação ocorrida na produção brasileira de calçados.



**Figura 15: Evolução da produção brasileira de calçados comparada ao crescimento do PIB Brasil e do PIB indústria no período de 1997-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007); SEBRAE (2005); Bradesco (2007).

A Figura 15 compara a evolução da produção de calçados ao crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil e o PIB do segmento indústria, nos últimos dez anos. Observa-se que a valorização cambial da moeda brasileira de 1994 a 1998, conforme descrito por Carloni, Costa e Garcia (2007), impactou na competitividade da indústria nacional, reduzindo o volume de produção a 499 milhões de pares em 1999 ante os 796 milhões de 2006. Conforme previsto pelo SEBRAE (2005), devido à valorização do Real e ao desempenho da economia mundial, em 2006 o mercado externo contraiu-se e a demanda interna brasileira de calçados se fortaleceu. Porém, a produção novamente reduziu-se em 10 milhões de pares comparando-se 2006 a 2005.

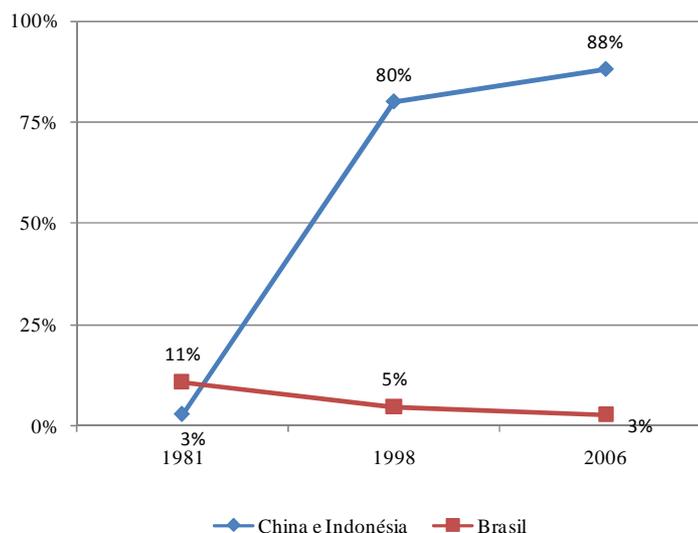
No que tange a oferta internacional de calçados, a competição de outros países com a indústria calçadista brasileira se agravou desde o final dos anos 80, época em que países europeus como a Espanha, Portugal, alguns asiáticos como Taiwan e Coreia do Sul e também outros países em desenvolvimento como a China tornaram-se competitivos no mercado internacional de calçados, aumentando suas exportações (RABELLOTTI; SCHMITZ, 2005). Destes, a China está entre os principais concorrentes externos. Em 1981, este país detinha, juntamente com a Indonésia, 3% do volume de pares de calçados importados pelos Estados Unidos, enquanto o Brasil detinha 11% (SANTOS *et al.*, 2002).

Em 1998, China (74%) e Indonésia (6%) respondiam por 80% das importações norte-americanas, enquanto o Brasil participava com 5% do total de pares importados pelos Estados Unidos (ABICALÇADOS, 2000). Já em 2006 a participação de China (86%) e Indonésia (2%) respondia por 88% das importações norte-americanas, enquanto o Brasil novamente reduziu sua participação para próximo de 3% (ABICALÇADOS, 2007).

Observa-se que a política cambial afeta a competitividade do setor calçadista brasileiro no mercado internacional, acirrando a concorrência com os produtos chineses (BNDES, 2006), os quais eram importados pelos EUA em 2006 por um preço médio de US\$ 7,01 contra US\$ 14,50 do Brasil (ABICALÇADOS, 2007).

Os Estados Unidos são o maior importador do mundo (RECORDON *apud* FEELEY *et al.*, 2002). Relativo a calçados, em 2005 respondia por 33% de todo o volume consumido no mundo. Como a produção interna é irrelevante, pois a produção de calçados é manual e a mão-de-obra norte-americana é muito cara, as importações suprem todo o consumo interno (SEBRAE, 2005).

A Figura 16 demonstra o crescimento de 2.833% dos países asiáticos nas importações norte-americanas de calçados em contrapartida da redução brasileira de 73% no volume de pares.



**Figura 16: Representatividade de Brasil, China e Indonésia na importação norte-americana de calçados no período 1981-2006**

Fonte: elaboração própria a partir de Santos *et al.* (2002), ABICALÇADOS (2000 a 2007).

O crescimento chinês se deve também, conforme dados do BNDES (1998), a melhoria na qualidade de seu calçado, tornando-se o maior exportador individual em volume para os EUA. Desde 1999, segundo Altenburg, Schmitz, Stamm (2007), os gastos da China em pesquisa e desenvolvimento aumentaram mais de 20% ao ano, alcançando em 2005, 1,3% do produto interno bruto daquele país.

Atualmente, a maioria dos calçados importados pelos Estados Unidos vem da China, que também tem exportado para a Comunidade Européia. A participação da China na indústria calçadista é notável, especialmente na produção de calçados que utilizam borracha, mas ainda tem-se que considerar o proveito que as companhias tiram dos baixos salários na China (FEELEY *et al.*, 2002).

Além disso, conforme o BNDES (2006) e Santos *et al.* (2002), as exportações de calçados do México para os Estados Unidos também cresceram com a implantação do Acordo de Livre Comércio Norte Americano (NAFTA). O acordo reduziu tarifas, permitindo aos fabricantes de calçados dos Estados Unidos moverem as plantas industriais para México e Caribe (NGUYEN, 2004).

Dois outros fortes concorrentes do Brasil no mercado internacional, Itália e Espanha, em geral, terceirizam sua produção de calçados em países de mão-de-obra mais barata, em particular, os países do leste Europeu. Ambos os países procuram divulgar suas marcas próprias nos grandes eventos internacionais do setor. O Brasil tem postura mais passiva: a maior parte das nossas exportações são efetuadas sob encomenda, ou seja, o distribuidor norte-americano encomenda a produção de modelos previamente fornecidos (BNDES, 1998, p. 4).

Segundo Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 27), “a indústria brasileira de calçados ocupa uma faixa intermediária do mercado, e não possui a capacidade inovativa da indústria italiana ou a capacidade para produzir a custos baixos como os fabricantes chineses”.

Porém, os produtores brasileiros têm demonstrado elevada capacidade de “imitação” dos produtos lançados no mercado internacional, que são fornecidos ao mercado internacional a custos relativamente mais baixos (em comparação com os similares italianos) e com elevados padrões de qualidade. Além disso, uma competência importante da indústria nacional é a sua flexibilidade, dado que os produtores são capazes de atender a volumes relativamente baixos de pedidos.

A concorrência internacional fez com que a indústria calçadista brasileira aumentasse a importância da qualidade, do *design* e dos prazos de entrega como fatores determinantes da competitividade do setor, além dos custos de mão-de-obra (BNDES, 2006).

A presença da China no mercado vem provocando mudanças há algum tempo. Cabe ressaltar que a China tem participação muito expressiva nas exportações mundiais de calçados, ou seja, atualmente detém 61% do volume de calçados exportado em todo o mundo. Empresas brasileiras começam a se aliar a ela para aproveitar os preços mais competitivos nos calçados através da importação de seus produtos (14 milhões de pares em 2005) ou terceirizando a produção de calçados. A Azaléia, segundo a revista Update – fev. 2006, vai vender nos EUA 60 mil pares de calçados com sua marca fabricados por uma empresa chinesa. É importante ressaltar que nos últimos anos mais de mil técnicos brasileiros se mudaram para a China, onde recebem, em dólar, salários três vezes mais altos do que a média do Brasil (BNDES, 2006, p. 4).

Além do crescimento das importações de calçados chineses pelos Estados Unidos, as exportações chinesas para a Europa aumentaram 9,8% nos primeiros dez meses do ano de 2007, em relação ao mesmo período do ano 2006. A Europa adquiriu neste período, 7,2 milhões de pares de calçados a um custo médio de US\$ 2,92 o par, perfazendo um montante de US\$ 21 milhões (ASSINTECAL, 2007).

Conforme dados da ABICALÇADOS (2007), a Itália é o principal fornecedor de calçados de alto valor agregado do Brasil, exportando no ano 2006, 69 mil pares a um preço médio US\$ 78,52 o par. Nos calçados de baixo valor agregado, nosso principal fornecedor é a China, com 14,619 milhões de pares fornecidos a um preço médio de US\$ 6,00.

Convém mencionar, contudo, que o Brasil não tem ficado imune à penetração no mercado mundial de calçados chineses e de outros países asiáticos. Em conjunturas econômicas em que a moeda brasileira se valoriza, como o ocorrido no período 1994-1998 e mais recentemente a partir do último trimestre de 2004, o setor se viu ameaçado no mercado interno pelo ingresso em volumes crescentes de calçados baratos provenientes da Ásia, particularmente da China. No segmento de mercado de calçados de baixo preço atuam milhares de pequenas e médias empresas, sensíveis a essa concorrência, e que absorvem contingente expressivo de mão-de-obra. Nessas situações, a indústria buscou proteção das autoridades de governo; em agosto de 2005 o Brasil elevou a Tarifa Externa Comum (TEC) para certas categorias de calçados importados a uma taxa de 35% (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007, p. 18).

Em alguns países, para se defender do efeito China e Vietnã, o setor calçadista se protege com o auxílio de barreiras criadas pelo governo para salvaguardar empresas e empregos como, por exemplo, Brasil e Argentina (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007). Em

outros, por exemplo, Filipinas, a indústria calçadista está desorganizada com futuro incerto, pois a entrada da China no mercado doméstico impediu simultaneamente oportunidades de exportação dos fabricantes filipinos (SCOTT, 2005). Dados da ABICALÇADOS (2007) revelam o tamanho do potencial chinês, responsável em 2005 pela produção de 9 bilhões de pares, dos quais 77% destinaram-se às exportações e o restante ao consumo interno, sendo o segundo maior consumidor de calçados da atualidade.

**Tabela 9: Principais produtores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões)**

País	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
China	5.252	5.520	5.930	6.442	6.628	6.950	7.043	8.100	9.000
Índia	680	685	700	715	740	750	780	850	909
Brasil	544	516	499	580	610	642	665	755	762
Indonésia	527	316	507	499	488	509	507	533	580
Itália	460	425	381	390	375	335	303	281	250
Vietnã	206	213	241	303	320	360	417	445	525

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Atualmente, a China é responsável por 75% da produção mundial (12 bilhões de pares) a um custo que pode chegar a 1/3 dos fabricados no Brasil (CARVALHO, 2007).

**Tabela 10: Principais exportadores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões)**

País	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
China	2.996	3.086	3.426	3.867	3.961	4.300	5.026	5.885	6.914
Hong Kong	1.259	1.026	970	1.023	1.667	772	743	745	741
Itália	415	382	347	362	354	322	298	279	249
Vietnã	176	186	221	277	292	333	393	420	473
Indonésia	227	173	217	208	193	176	181	165	165
Brasil	142	131	137	160	171	164	189	212	190

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

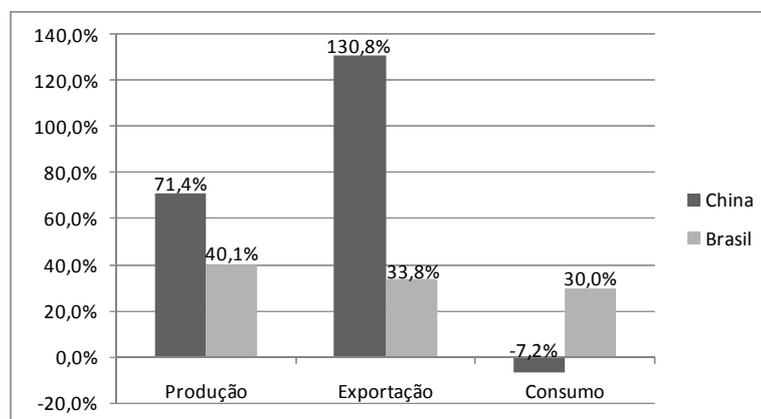
**Tabela 11: Principais consumidores mundiais de calçados: 1997-2005 (pares milhões)**

País	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
China	2.258	2.437	2.507	2.579	2.672	2.656	2.026	2.224	2.097
EUA	1.623	1.606	1.727	1.794	1.835	1.925	1.977	2.131	2.242
Índia	646	653	657	664	682	689	714	797	852
Japão	572	515	557	558	601	586	600	620	650
Brasil	427	414	375	426	445	483	481	547	555
Indonésia	314	145	297	303	309	350	356	453	490

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Em volumes físicos a China produziu na média do período 1997-2005, 10,9 vezes mais do que o volume brasileiro e exportou 26,4 vezes a mais também. Já o consumo chinês sofreu retração sendo superado pelo brasileiro em 5,2 vezes. Verifica-se que as taxas de

crescimento chinesas são notavelmente superiores às brasileiras, sendo a variação do período 1997-2005 visualizada na Figura 17.



**Figura 17: Variação da produção, exportação e consumo de calçados - 1997-2005**

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Consoante Carloni, Costa e Garcia (2007, p. 28), “esses dados são convergentes com a tendência apontada de deslocamento do pólo produtor de calçados para a Ásia”. Em 2006, por exemplo, segundo dados da ABICALÇADOS (2007), o Brasil representou 4,8% do valor das importações norte-americanas, ao passo que a China atingiu 72,7%. Em volumes de pares, a distância aumenta, ficando o Brasil com 2,7% do mercado norte-americano e a China com 85,9%.

**Tabela 12: Importação norte-americana de calçados por país de origem selecionado - classificação pelo montante de valor importado: 1997 a 2006 (US\$ mil)**

PAÍS	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	US\$ mil	%																		
China	8.966	55,4%	9.315	62,4%	8.299	61,9%	9.035	64,1%	9.648	65,2%	10.013	67,1%	10.278	68,1%	11.186	69,1%	12.285	71,2%	13.415	72,7%
Itália	1.181	7,3%	1.158	7,8%	1.131	8,4%	1.255	8,9%	1.251	8,5%	1.175	7,9%	1.233	8,2%	1.242	7,7%	1.128	6,5%	1.100	6,0%
Brasil	1.137	7,0%	1.020	6,8%	932	7,0%	1.149	8,2%	1.160	7,8%	1.075	7,2%	1.034	6,9%	1.080	6,7%	1.009	5,8%	884	4,8%
Indonésia	1.632	10,1%	1.068	7,2%	750	5,6%	731	5,2%	724	4,9%	730	4,9%	569	3,8%	493	3,0%	510	3,0%	471	2,6%

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

**Tabela 13: Importação norte-americana de calçados por país de origem selecionado - classificação por quantidade de pares importados: 1997 a 2006 (pares mil)**

PAÍS	1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	Pares mil	%																		
China	1.183	69,2%	1.247	74,2%	1.220	76,3%	1.341	78,1%	1.406	79,0%	1.468	80,2%	1.534	81,3%	1.772	83,4%	1.800	85,2%	1.913	85,9%
Brasil	90	5,3%	83	4,9%	82	5,1%	99	5,8%	98	5,5%	100	5,5%	100	5,3%	99	4,7%	74	3,5%	61	2,7%
Indonésia	130	7,6%	103	6,1%	78	4,9%	75	4,4%	75	4,2%	73	4,0%	57	3,0%	47	2,2%	46	2,2%	42	1,9%
Itália	53	3,1%	49	2,9%	46	2,9%	52	3,0%	49	2,8%	44	2,4%	40	2,1%	35	1,6%	28	1,3%	25	1,1%

Fonte: elaboração própria a partir de ABICALÇADOS (2000 a 2007).

Tomando-se como exemplo o ano de 2006, verifica-se que dos principais exportadores de calçados para os Estados Unidos tem-se no calçado chinês (US\$ 7,01) o menor valor médio agregado e no calçado italiano (US\$ 44,00), o maior, sendo que a indústria brasileira (US\$ 14,49) ocupa uma faixa intermediária do mercado, não competindo diretamente com a China, tampouco com a sofisticação (e os preços) dos produtos italianos.

O setor calçadista brasileiro vem sistematicamente perdendo competitividade no mercado externo. As exportações brasileiras em 2006 (US\$ 1,86 bilhões) equipararam-se ao montante exportado em 1993, e permanecem estáticas desde 2004 (ABICALÇADOS, 2007). Esta relativa estagnação pode ser atribuída a dois fatores: (1) a valorização cambial, que pressiona principalmente os exportadores que produzem sob encomenda para grandes varejistas e grifes internacionais; e (2) países como China, Vietnã e Índia, que estão adquirindo maior capacitação tecnológica e passam a oferecer produtos de maior qualidade a preços competitivos (CARLONI; COSTA; GARCIA, 2007).

A concorrência internacional, principalmente da China, mudou o comportamento do setor calçadista. As exportações chinesas para os Estados Unidos reduziram a participação brasileira nas importações norte-americanas de calçados (SCHMITZ, 1995). Isso se deve ao fato do Brasil ser considerado fraco em preço, quando comparado com outros países em desenvolvimento. Claramente o preço é o ponto forte dos calçados exportados pela China e também pela Índia (SCHMITZ; KNORRINGA, 2000).

Viscardi (2007) destaca fatores determinantes para a indústria calçadista recuperar a competitividade: carga tributária, fiscalização das importações, mudança no câmbio e redução dos juros. Outro fator, destacado por Schmitz (1995), é a competitividade entre varejistas norte-americanos em busca da redução dos custos de estoques, implicando em pedidos menores com menor tempo de entrega e exigências de qualidade mais altas.

Garcia (2006) e Carloni, Costa e Garcia (2007) fazem ainda algumas análises do panorama global do setor e seus efeitos sobre a cadeia produtora:

- a) o elevado volume de vendas da China para os Estados Unidos é contrastado por um valor médio agregado bastante reduzido, significando que o produto exportado pela indústria chinesa ocupa uma faixa de mercado de calçados simples e baratos. Porém a inserção da indústria asiática em geral, notadamente a chinesa, está ligada aos baixos custos de trabalho e aos elevados volumes de produção;
- b) embora predominantemente composto de calçados de baixo preço, o elevado volume de produção e exportação de calçados chineses inclui também calçados de valor agregado mais alto, especialmente a produção de calçados esportivos, em que as grandes empresas internacionais (como Nike, Reebok e Adidas) subcontratam a produção em regiões de baixos custos de trabalho, como é o caso da China;
- c) outro ponto favorável aos asiáticos é a existência de grandes unidades produtivas que se aproveitam de elevadas economias de escala nas atividades de produção, o que

atribui vantagem competitiva para a indústria asiática, se comparada com a indústria brasileira e italiana;

- d) a Itália tem uma participação maior do que a da indústria brasileira nas importações norte-americanas, mesmo com um volume exportado bem mais reduzido, decorrente do alto valor médio agregado dos calçados italianos, que atuam numa faixa mais nobre do mercado;
- e) para reduzir seus custos, a indústria italiana vem adotando estratégias como a subcontratação da produção em países como Turquia e Romênia, que apresentam custos mais baixos de produção.

De acordo com Rooks (1996), o uso de robôs em várias fases da produção de calçados como, por exemplo, a manipulação de componentes químicos e de solados, também reduz significativamente os custos de produção.

Um caminho atualmente utilizado pelas empresas brasileiras para obter maiores ganhos em eficiência, está sendo o crescimento mediante a compra de empresas menores. Como exemplos pode-se citar:

- a) a compra da Companhia Brasileira de Sandálias (CBS), por R\$ 49,5 milhões pela São Paulo Alpargatas, maior empresa brasileira fabricante de calçados. A CBS, dona da marca Dupé, produz mais de 30 milhões de pares de sandálias por ano e fatura cerca de R\$ 90 milhões. Já a Alpargatas, dona da marca de sandálias Havaianas, registrou faturamento de R\$ 1,5 bilhões em 2006 (FOLHA ONLINE, 2007);
- b) a Vulcabrás comprou a Azaléia (maior fabricante brasileiro de calçados femininos e tênis do Brasil – valor estimado em R\$ 350 milhões de reais) – triplicando de tamanho. Estima-se que com a compra da Azaléia a Vulcabrás conseguirá descontos de até 15% na compra da matéria-prima (CARVALHO, 2007).

Após a compra da Azaléia, a Vulcabrás tornou-se a segunda maior empresa brasileira em faturamento. Em primeiro lugar está a São Paulo Alpargatas com R\$ 1,3 bilhões/ano, seguida da Vulcabrás/Azaléia com R\$ 1,2 bilhões/ano e Grendene: R\$ 1,1 bilhões/ano (CARVALHO, 2007).

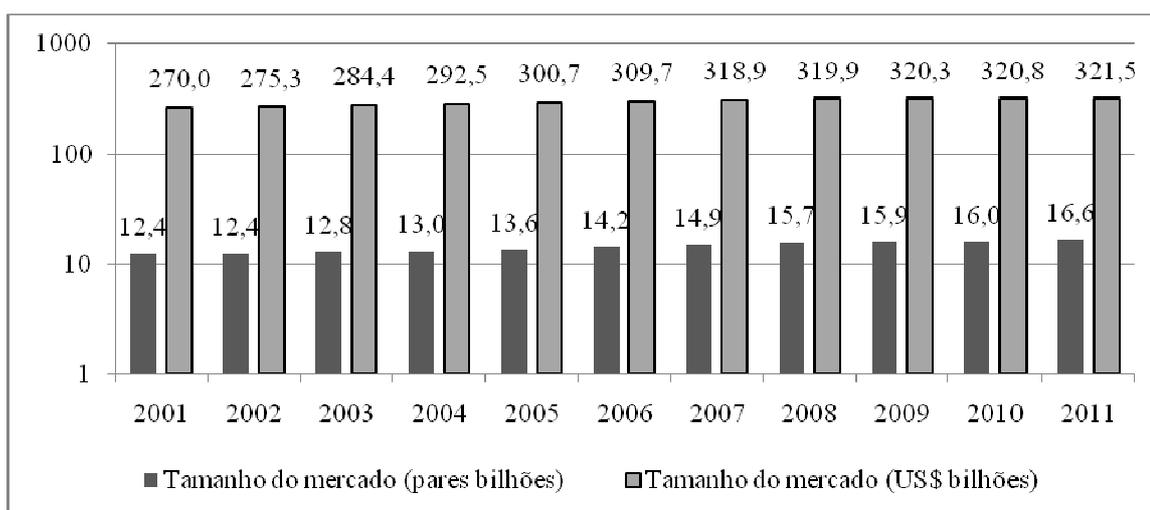
Essa aquisição também permite aos irmãos Grendene a construção de um gigante calçadista (CARVALHO, 2007), pois juntos detém marcas consolidadas como Rider, Melissa e Ipanema (Grendene), Reebok (Vulcabrás) e Olympikus, Dijean e Funny (Azaléia) e participações em grandes empresas. Alexandre Grendene controla a Grendene com 60% de participação, além de possuir 12% da Beira Rio. Seu irmão Pedro Grendene, possui 20% da

Grendene, 91% da Vulcabrás e 46,65% da Azaléia (CARVALHO, 2007; ZERO HORA, 2007; JORNAL DO COMÉRCIO, 2007).

A participação da Vulcabrás na Azaléia até esta data era de 51,28%, sendo que 91% dela pertencem a Pedro Grendene.

## 2.7.6 Tendências do Mercado Global

Segundo a revista inglesa *Just-Style*, o mercado global de calçado continuará crescendo até 2011, atingindo o volume de US\$ 321,5 bilhões de dólares e 16,6 bilhões de pares de calçados (MILLS, 2007). Porém, percebe-se que o valor médio unitário do par de calçado reduz de US\$ 21,78 em 2001 para US\$ 19,37 em 2011, ou seja, prevê a *Just-Style* uma redução de aproximadamente 11% no preço do produto. A Figura 18, cujos dados estão apresentados em escala logarítmica na base 10, demonstra o mercado mundial de calçados.



**Figura 18: Tamanho do mercado mundial de calçados 2001-2011**

Fonte: elaboração própria a partir de *Just-Style in Mills* (2007).

Para Mills (2007) a disparidade entre o crescimento do tamanho do mercado em valor e quantidade de pares é inerente a intensa competição global no mercado de calçado, que continuará durante os próximos cinco anos. Para o autor, as variáveis direcionadoras do mercado global para o período 2006-2011 serão:

- a) a concepção de marcas e sua identificação no mercado;
- b) a tendência do mercado para acompanhar marcas mundiais, crescimento do setor de moda para bebês, crianças, nichos de mercado etc.;
- c) a compra para substituição em função do uso;
- d) crescimento do vestuário casual;

- e) vasto alcance do produto e mudanças de quotas (barreiras à importação);
- f) vendas dirigidas por moda, preço do produto, produção versus consumo, impacto ambiental;
- g) crescimento do segmento de calçados de luxo, sendo beneficiado também por maior disponibilidade de renda;
- h) a Europa e os Estados Unidos continuarão a estabelecer as tendências globais de *design*;
- i) crescimento do sul da Àsia (Índia, Paquistão e Bangladesh);
- j) novas estratégias envolvendo fornecedores e compradores, desenvolvimento de logística, entre outras;
- k) comércio eletrônico (*e-commerce*).

Segundo as projeções da *Just-Style*, globalmente, o mercado de calçados masculinos crescerá 30% entre 2005 e 2011, o feminino 15% e infantil 45%.

**Tabela 14: Projeção da demanda mundial de calçados 2005-2011 (pares bilhões)**

Ano	Total	Homen	Mulher	Crianças
2005	13,60	4,10	8,50	1,00
2006	14,20	4,30	8,60	1,30
2007	14,98	4,88	8,72	1,38
2008	15,70	5,47	8,82	1,41
2009	15,90	5,57	8,92	1,41
2010	16,00	4,97	9,60	1,43
2011	16,60	5,35	9,80	1,45

Fonte: elaboração própria a partir de *Just-Style in Mills* (2007).

Mills (2007), ainda relata as estimativas da revista *Just-Style* para os próximos cinco anos nos Estados Unidos, Reino Unido, China, França, Alemanha, Rússia e Índia.

### 2.7.6.1 Tendências nos Estados Unidos

Nesse mesmo período estima-se que o mercado norte-americano crescerá 19%, tendo o mais alto consumo de calçados per capita do mundo, chegando a 7 pares/ano por pessoa até 2011. Entretanto, todo este crescimento tem sido suportado por importações de países (com mais baixo custo de produção) mais do que pela produção doméstica (MILLS, 2007).

Os fatores que afetam o crescimento global do mercado norte-americano são:

- a) as empresas continuarão a investir em moda masculina e em calçados para a geração de consumidores entre 10 e 30 anos;
- b) o volume de vendas dos calçados de lazer dobrará durante os próximos cinco anos e o mercado de calçados de golfe continuará crescendo;

- c) a compra de calçados continuará sendo baseada em escolhas pessoais;
- d) o surgimento de novas tendências de mercado, assim como ocorreu com o calçado esportivo popular;
- e) comercialização por meio da *internet*.

#### **2.7.6.2 Tendências no Reino Unido**

Conforme Mills (2007), a revista *Just-Style* prevê que o valor do mercado do Reino Unido, em 2011, será de US\$ 11,45 bilhões, representando um incremento de US\$ 1,87 bilhões (ou 16%) sobre 2005. Porém, a economia do Reino Unido tende a reduzir ligeiramente o seu crescimento em 2007 comparado a 2006. Os riscos para a economia do Reino Unido são o crescimento de países fora da Europa, sofrendo uma redução na atividade de exportação sem compensação no mercado doméstico.

#### **2.7.6.3 Tendências na China**

A China tem um efeito no mercado global em vários níveis diferentes, e é provável que se torne o maior mercado de calçados do mundo. Com um crescimento previsto em 8,3% sobre o consumo de 2005, o mercado chinês deverá atingir 3,34 bilhões de pares em 2011, superando o norte-americano que será de 2,59 bilhões de pares. Uma preocupação principal dos varejistas com o mercado chinês é até que ponto o *design* de seus calçados poderão ser imitados pelos varejistas domésticos e vendidos a um preço muito reduzido. Para outros, a influência do mercado chinês é menor, pois trabalham em outros mercados não saturados, como Romênia e Bulgária ou ainda porque continuarão explorando seu próprio nicho de mercado desenvolvido nos Estados Unidos ou Europa (MILLS, 2007).

#### **2.7.6.4 Tendências na França**

O mercado francês para o calçado foi estável durante os últimos três anos, e está elevando o nível da competitividade em preço, devido a níveis altos de importações. Previsões da *Just-Style* são de um crescimento global no mercado francês de 13,4% entre 2005 e 2011, com o crescimento maior que está no setor de luxo para homens e mulheres. Porém a previsão

de crescimento da França é aumentar de 1,2% em 2005 a 2,1% em 2006, reduzindo para 1,9% em 2007. Quanto ao mercado de calçados, o consumidor francês ainda é muito leal a produtos franceses, e esta tendência continuará para o futuro próximo (MILLS, 2007).

#### **2.7.6.5 Tendências na Alemanha**

A Alemanha é o maior mercado de calçado na Europa e as projeções da *Just-Style* é de que o mercado alemão crescerá 11% entre em 2005 e 2011. Muito deste crescimento será no segmento casual/recreativo com o crescimento continuado da prática de caminhar como uma atividade recreativa popular e o mercado de lazer ao ar livre na Alemanha. O mercado alemão é categorizado por níveis altos de penetração de importação e altos gastos em publicidade (MILLS, 2007).

#### **2.7.6.6 Tendências na Rússia**

O mercado do calçado na Rússia tende a crescer por volta de 3,5% entre 2005 e 2011, pois a *Just-Style* prevê uma redução de 6 milhões de pessoas até 2015, comparada a 2006, quando a população estimada é de 134 milhões (MILLS, 2007).

#### **2.7.6.7 Tendências na Índia**

Em condições de volume, a indústria de calçado representa um segmento relevante da indústria de couro indiana. A Índia é o segundo maior produtor mundial de calçados em volume, atrás da China e sua indústria, devido ao uso de intensiva mão-de-obra e concentração em pequenas indústrias, é o segundo setor que mais emprega Índia (MILLS, 2007). O preço médio do calçado indiano é de US\$ 12,00, posicionando a Índia entre os calçados de baixo preço da China e alto preço da Itália e Espanha. Os principais mercados para as exportações indianas são o Reino Unido, os Estados Unidos e Alemanha. O mercado de calçado indiano tende a crescer 23% entre 2005-2011, conforme a *Just-Style*, sendo um dos fatores responsáveis a rápida abertura do setor de varejo para a entrada de varejistas globais interessados no mercado indiano, tais como Wal-Mart, Tesco e Carrefour (MILLS, 2007).

### **2.7.6.8 Tendências na Coréia do Sul**

Min (2003) destaca que o baixo custo de produção do calçado chinês forçou centenas de empresas de calçados sul coreanas a se retirar do negócio e outros a mudarem suas fábricas para a China ou para a Indonésia. Os produtores remanescentes planejam transformar a antiga indústria “*sweatshop*” (estabelecimento em que os empregados trabalham longas horas a salários baixos) em “*tech-shop*” (área industrial tecnológica). Os calçados a serem produzidos serão de maior valor agregado e de alta qualidade, utilizando-se da tecnologia para atribuir aos seus produtos, um diferencial que os produtores de calçados da China não conseguirão fazê-lo a um baixo custo, como por exemplo calçados customizados.

Depreende-se das tendências descritas na seção 2.7.6, a previsão de uma intensa competição global no mercado calçadista até o ano de 2011, com conseqüente redução no preço médio do calçado mundial. Em contrapartida, a pesquisa indica uma tendência de crescimento no consumo, principalmente de calçados infantis (45%), seguido pelos masculinos (30%) e femininos (15%).

A pesquisa também aponta os Estados Unidos como o maior consumidor mundial de calçados, prevê um aumento de até 11% no mercado de alguns países da Europa e retração em outros. A China desponta como o maior mercado de calçados do mundo, principalmente os de baixo preço, e a Índia como o 2º maior produtor mundial, produzindo calçados entre os de baixo preço da China e os de alto preço da Itália e Espanha.

A Coréia do Sul, por sua vez, revela semelhanças mais próximas ao Brasil, pois a competição com a China em calçados de baixo preço forçou o fechamento de fábricas ou a transferência delas para a própria China e também para a Indonésia. As tendências apontam a migração da produção coreana para calçados de maior valor agregado, maior qualidade a alta tecnologia.

### **2.7.7 As tendências e o Brasil**

A exemplo do que aconteceu na Coréia do Sul, a competição internacional, com destaque à China nos últimos anos, obrigaram a indústria calçadista brasileira a buscar alternativas para se manter no mercado. Por exemplo, a migração de fábricas das regiões Sul e Sudeste para o Nordeste e de outras para a China, processos de internacionalização das

empresas e um maior enfoque dado ao mercado interno. Além disso, muitas empresas fecharam suas fábricas ou reduziram o nível de atividade.

Quanto à exportação, verifica-se uma tendência à produção de calçados com maior valor agregado. Segundo matéria do Jornal Zero Hora (2008), no ano de 2007, apesar da valorização do Real, houve um aumento de 4% no valor exportado em relação ao ano anterior, em contrapartida da redução no volume de pares embarcados em 1,4%. Ou seja, registrou-se um aumento de faturamento com redução de quantidade, significando que a indústria calçadista brasileira passou a produzir e exportar calçados com maior valor agregado.

Descreveu-se, portanto, no capítulo 2, a importância da avaliação de desempenho, da análise das demonstrações contábeis e da indústria calçadista brasileira. No capítulo 3, descreve-se o método de pesquisa utilizado pelo estudo para o tratamento e análise dos dados.

### **3 MÉTODO DE PESQUISA**

Considerando-se que o escopo desta pesquisa é a análise de informações contidas em documentos secundários, visando responder ao problema de pesquisa exposto, esta é classificada conforme descrito na seqüência.

#### **3.1 MÉTODO CIENTÍFICO**

Esta pesquisa, em sua primeira etapa, analisa o desempenho econômico-financeiro individual de empresas integrantes do setor calçadista brasileiro. Em seguida, mediante a integração destas análises, extrai-se um perfil do conjunto das indústrias analisadas, permitindo o confronto com as análises individuais e evidenciando a situação de cada empresa ante o todo. O perfil do conjunto das indústrias analisadas permite também a comparação com outros setores.

Visto que a pesquisa inicia com a análise dos indicadores de cada empresa de forma individual e coloca a generalização como um produto posterior, identifica-se com o método indutivo. Silva e Menezes (2001, p. 26) descrevem que “a generalização deriva de casos da realidade concreta”. No mesmo sentido, Cooper e Schindler (2003, p. 49) afirmam que “induzir é tirar uma conclusão a partir de um ou mais fatos em particular ou de determinadas provas”.

Apesar da limitação imposta pelo pequeno número de empresas no setor analisado que publicam suas demonstrações contábeis, e pela ausência de seqüencialidade de períodos para análise, o perfil do conjunto de indústrias analisadas induz à generalização sobre o comportamento das indústrias calçadistas de porte semelhante.

#### **3.2 MÉTODO QUE INDICA OS MEIOS TÉCNICOS DE INVESTIGAÇÃO**

Tencionando-se nesta pesquisa comparar o desempenho individual de cada empresa objeto do estudo com as demais, ou com o desempenho do conjunto de empresas pesquisadas, adotou-se o método comparativo, o qual permite verificar e explicar diferenças e semelhanças dos dados analisados e “possibilita o estudo comparativo de grandes grupamentos sociais, separados pelo espaço e pelo tempo” (GIL, 1999, p. 34).

### 3.3 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

As pesquisas podem ser classificadas, segundo Silva e Menezes (2001), quanto à sua natureza, quanto à forma de abordagem do problema, quanto aos seus objetivos e ainda quanto aos procedimentos técnicos.

#### 3.3.1 Quanto à Natureza

Objetivando gerar conhecimentos para a aplicação prática, mediante o estudo dos indicadores econômico-financeiros e sua posterior aplicação nas demonstrações contábeis, classifica-se esta pesquisa como aplicada (SILVA, MENEZES, 2001).

#### 3.3.2 Quanto à Abordagem do Problema

Esta pesquisa pode ser classificada como quantitativa porque requer o uso de técnicas estatísticas (índices-padrão, mediana e quartis), bem como se trabalha na classificação, análise e interpretação dos indicadores econômico-financeiros calculados a partir das informações publicadas nas demonstrações contábeis, para que seja possível a compreensão do momento vivido pela empresa e pelo setor.

#### 3.3.3 Quanto aos Objetivos

Quanto aos objetivos classifica-se esta pesquisa como descritiva, cujos estudos podem envolver a relação da interação entre duas ou mais variáveis e normalmente criam um perfil de um grupo de eventos (COOPER, SCHINDLER, 2003).

Segundo Gil (1999), a pesquisa descritiva tem como objetivo descrever as características de determinada população ou estabelecer relações entre variáveis. Transportando esse conceito para o estudo, têm-se as empresas objeto do estudo como população e o cálculo, a análise e a comparabilidade dos indicadores de desempenho tidos como a relação entre variáveis.

### 3.3.4 Quanto aos Procedimentos Técnicos

O elemento principal utilizado para a definição do delineamento da pesquisa é, segundo Gil (1999), o procedimento adotado para a coleta de dados. Assim, classifica-se esta pesquisa como documental, a qual, segundo o autor, vale-se de materiais que não receberam ainda tratamento analítico, ou que podem ser re-elaborados de acordo com os objetivos da pesquisa, como é o caso das demonstrações contábeis, publicadas em seu formato original, utilizadas como fonte documental nesta dissertação.

### 3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da pesquisa, entendida como “um conjunto definido de elementos que possuem determinadas características” (GIL, 1999, p. 99), é composta por empresas integrantes do setor calçadista brasileiro, que produzem e vendem calçados, e que publicam suas demonstrações contábeis em jornais de órgãos oficiais ou em outros de grande circulação. A identificação da população tem como base inicial o cadastro publicado em 2007 pela Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS, 2007a), com 161 fabricantes. Da lista de fabricantes desconsideraram-se 134 empresas, sendo 16 por não se enquadrarem como produtoras e vendedoras de calçados e 118 empresas limitadas que não publicaram demonstrações contábeis no período selecionado, restando então, uma população de 27 empresas.

Dessa população, selecionou-se a amostra, perfazendo um total de 15 empresas, adotando-se a amostragem por tipicidade ou intencional, a qual constitui um tipo de amostragem não probabilística e consiste na seleção de um grupo da população (GIL, 1999). A amostragem intencional ocorre quando um pesquisador seleciona os membros da amostra para atender alguns critérios, neste caso, as empresas terem publicado as demonstrações contábeis durante todo o período de 2000 a 2006 (COOPER, SCHINDLER, 2003).

No quadro 22 consta a relação das empresas identificadas, localizadas em 3 estados brasileiros, sendo 3 do Ceará, 8 do Rio Grande do Sul e 4 de São Paulo, representando aproximadamente 55% da população.

<b>CEARÁ</b>	<b>RIO GRANDE DO SUL</b>	<b>SÃO PAULO</b>
1 - Dakota Nordeste S/A 2 - Dilly Nordeste S/A 3 - Vulcabrás do Nordeste S/A	1 - Calçados Andreza S/A 2 - Calçados Azaléia S/A 3 - Calçados Beira Rio S/A 4 - Calçados Fillis S/A 5 - Calçados Jacob S/A 6 - Daiby S/A 7 - Dakota S/A 8 - Grendene S/A	1 - Calçados Sândalo S/A 2 - Cambuci S/A 3 - São Paulo Alpargatas S/A 4 - Vulcabrás S/A

**Quadro 22: Amostra selecionada**

Dentre as empresas que fazem parte da amostra, muitas delas figuram entre as mais bem classificadas nas revistas especializadas em negócios publicadas no Brasil. O Quadro 23 revela as que se destacaram nas edições dos últimos 3 anos.

<b>Empresa</b>	<b>Balanco Anual</b>	<b>Conjuntura Econômica</b>	<b>As melhores da Dinheiro</b>	<b>Melhores e Maiores</b>	<b>Valor 1000</b>
Calçados Andreza S/A	X				
Calçados Azaléia S/A	X	X		X	X
Calçados Beira Rio S/A	X			X	X
Calçados Fillis S/A	X				
Calçados Jacob S/A	X				
Calçados Sândalo S/A	X				
Daiby S/A	X				
Dakota S/A	X			X	X
Dakota Nordeste S/A				X	X
Dilly Nordeste S/A				X	
Grendene S/A	X	X	X	X	X
São Paulo Alpargatas S/A	X	X	X	X	X
Vulcabrás S/A			X		
Vulcabrás Nordeste S/A		X		X	X

**Quadro 23: Empresas listadas nas revistas de ranking com publicação no Brasil**

A amostra mostra-se relevante por sua importância no setor. Em 2006, o faturamento bruto deste grupo de indústrias resultou no montante de R\$ 5,14 bilhões, representando aproximadamente 26% do faturamento anual do setor, que conforme Caetano (2008) é estimado em R\$ 20 bilhões. Finalmente, pertencem à amostra cinco empresas de capital aberto – Azaléia, Cambuci, Grendene, Alpargatas e Vulcabrás – participantes da Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA, reforçando a qualidade das informações pesquisadas.

Definido o método de pesquisa e as técnicas empregadas no estudo, realizou-se a coleta dos dados que consistiu na busca das demonstrações contábeis das indústrias pertencentes à amostra selecionada.

### 3.5 COLETA DOS DADOS

A pesquisa, de setembro de 2006 a maio de 2007, contemplou publicações dos meses de março a maio dos anos de 1998 a 2007 no portal do Diário Oficial do Estado do Rio Grande do Sul (CORAG, 2006-2007), Diário Oficial do Estado de São Paulo (IMPrensa OFICIAL, 2006-2007), Diário Oficial do Estado do Ceará (SEPLAG, 2006-2007) e Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, 2006-2007). O método utilizado na procura das demonstrações contábeis foi a leitura na íntegra do caderno onde constam tais publicações nos referidos diários, exceto nos casos da Bolsa de Valores de São Paulo e Diário Oficial de São Paulo que possuem sistema de busca por palavras-chave.

Encontradas as publicações das demonstrações contábeis necessárias à confecção da pesquisa, procedeu-se ao tratamento dos dados a fim de viabilizar a análise dos mesmos.

### 3.6 TRATAMENTO DOS DADOS

Depois de concluída a coleta dos dados efetuou-se a padronização das demonstrações contábeis com a finalidade de atribuir homogeneidade às informações obtidas. Para tanto, os dados das demonstrações originais foram armazenados em planilhas eletrônicas e reclassificados de acordo com o modelo adotado para cada demonstração (Quadros 24 e 25).

Padronizou-se, dessa forma, a apresentação dos valores em milhares de Reais; e contas como, por exemplo, duplicatas descontadas, saques de exportação descontados, adiantamentos de câmbio e bancos conta vendedor, encontradas como redutoras de clientes no Ativo Circulante, foram reclassificadas para a conta empréstimos e financiamentos no Passivo Circulante.

Os ativos e passivos circulantes também foram separados em financeiros e operacionais; já os de longo prazo, pelo número reduzido de contas não foi individualizado. Ressalva-se que nos casos em que o valor do Passivo for maior que o valor do Ativo, o resultado é denominado de Passivo a Descoberto, substituindo-se a expressão Patrimônio Líquido por esta denominação (CFC, 2005).

<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>	
<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>FINANCEIRO</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	Empréstimos e Financiamentos
<b>OPERACIONAL</b>	<b>OPERACIONAL</b>
Clientes	Fornecedores
Impostos a Recuperar	Obrigações fiscais
Estoques	Obrigações sociais e trabalhistas
Outros créditos	Lucros distribuídos a pagar
Despesas Pagas Antecipadamente	Dívidas com pessoas ligadas
	Outras Obrigações
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>
Aplicações Financeiras	Empréstimos e Financiamentos
Créditos de pessoas ligadas	Obrigações fiscais
Impostos a Recuperar	Dívidas com pessoas ligadas
Outros créditos	Outras Obrigações
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>
Investimentos	Capital Social
Imobilizado	Reservas
Diferido	Lucros/Prejuízos Acumulados
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>TOTAL DO PASSIVO</b>

**Quadro 24: Modelo da padronização do Balanço Patrimonial**

Da mesma forma que as contas de ativo e passivo, na demonstração do resultado do exercício reclassificaram-se as contas em operacionais, financeiras, outras contas (equivalência patrimonial e juros remuneratórios sobre o capital próprio) e não operacionais.

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO</b>	<b>DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS</b>
RECEITA BRUTA DE VENDAS	<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA	<b><u>DAS OPERAÇÕES</u></b>
(=) <b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	(+) Ajustes Exercício Anterior
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS	(+/-) Lucro/Prejuízo do Exercício
(=) <b>RESULTADO BRUTO</b>	(+) Depreciação e Amortização
(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS	(+/-) Resultado da Equivalência Patrimonial
Despesas com Vendas	(+) Outras origens
(+/-) Outras Receitas/Despesas líquidas	<b><u>DOS ACIONISTAS</u></b>
(=) <b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	(+) Aumento de Capital
(+/-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS	(+) Outras origens
(+) Receitas Financeiras	<b><u>DE TERCEIROS</u></b>
(-) Despesas Financeiras	(+) Aumento do Exigível a Longo Prazo
(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO	(+) Redução do Realizável a Longo Prazo
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	(+) Transações com pessoas ligadas
(=) <b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	(+) Outras origens
(+/-) RESULTADO NÃO OPERACIONAL	<b><u>(-) APLICAÇÕES DOS RECURSOS</u></b>
(+) Receitas não Operacionais	(+) Ajustes Exercício Anterior
(-) Despesas não Operacionais	(+) Aumento do Realizável a Longo Prazo
(=) <b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	(+) Redução do Exigível a Longo Prazo
(+/-) Prov. p/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	(+) Imobilizado
(-) Participações Estatutárias	(+) Investimentos/Diferido
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	(+) Lucros distribuídos
(=) <b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	(=) <b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO</b>
<b>Lucro/Prejuízo por ação</b>	

continua ...

... continuação

<b>EBTIDA</b>	<b>(=) VARIACÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>
<b>DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS</b>	<b>VARIACÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	Ativo Circulante no Início do Período
(+/-) Lucro/prejuízo do exercício	(-) Ativo Circulante no Final do Período
(+/-) Ajustes do exercício anterior	<b>(-) VARIACÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>
(-) Impostos diferidos s/reservas	Passivo Circulante no Início do Período
(-) Distribuição de lucros proposta	(-) Passivo Circulante no Final do Período
(-) Retenções/Realização de lucros/Reversão	
<b>(=) SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	

**Quadro 25: Modelo da padronização da Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados**

A partir das demonstrações contábeis padronizadas, são calculados os indicadores econômico-financeiros constantes no Quadro 26, por empresa/ano. A definição dos indicadores utilizados baseou-se na necessidade de explicação das possíveis causas e efeitos do comportamento econômico-financeiro das empresas evidenciado pelas análises.

<b>Grupo</b>	<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>
Liquidez	Liquidez corrente	$\text{Ativo circulante} \div \text{Passivo circulante}$
	Liquidez geral	$(\text{Ativo circulante} + \text{Ativo realizável a longo prazo}) \div (\text{Passivo circulante} + \text{Exigível a longo prazo})$
	Variação do estoque de Liquidez	$(\text{Variação do disponível} + \text{Variação aplicações financeiras}) \div \text{Ativo total médio}$
Atividade	Prazo médio de estocagem	$(\text{Estoque médio} \div \text{Custo dos produtos vendidos}) \times \text{dias do período}$
	Prazo médio de recebimento	$(\text{Duplicatas a receber média} \div \text{Vendas brutas}) \times \text{dias do período}$
Lucratividade	Margem bruta	$\text{Lucro bruto} \div \text{Vendas líquidas}$
	Margem Líquida	$\text{Lucro Líquido} \div \text{Vendas líquidas}$
	Margem operacional	$\text{Resultado operacional bruto} \div \text{Vendas líquidas}$
Rentabilidade	Retorno sobre o ativo	$\text{Resultado operacional bruto} \div \text{Ativo operacional médio}$
	Retorno sobre o patrimônio líquido	$\text{Resultado operacional bruto} \div \text{Patrimônio líquido médio}$
	Valor econômico agregado	$\text{Resultado operacional bruto} - (\text{Custo de oportunidade} \times \text{Patrimônio líquido médio})$
	Índice de desempenho empresarial	$(\text{Retorno sobre patrimônio líquido} + \text{Retorno sobre vendas} + \text{Retorno sobre ativo}) \div 3$
EBITDA	Cash flow	$\text{EBITDA} \div \text{Ativo total médio}$
	Margem do EBITDA	$\text{EBITDA} \div \text{Vendas líquidas}$
	Índice de cobertura de juros	$\text{EBITDA} \div \text{Despesas financeiras}$
Endividamento	Composição do endividamento	$\text{Passivo circulante} \div \text{Passivo exigível total}$
	Dependência financeira	$\text{Passivo exigível total} \div \text{Ativo total}$
	Participação do capital de terceiros	$\text{Passivo exigível total} \div \text{Patrimônio líquido}$
Estrutura	Giro do ativo	$\text{Vendas líquidas} \div \text{Ativo operacional médio}$
	Imobilização do patrimônio líquido	$\text{Ativo permanente} \div \text{Patrimônio líquido}$
	Imobilização dos recursos não correntes	$\text{Ativo permanente} \div (\text{Patrimônio líquido} + \text{passivo exigível a longo prazo})$

continua ...

... continuação

Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	Retorno sobre o patrimônio líquido ÷ Retorno sobre o ativo
	Grau de alavancagem operacional	Variação no lucro operacional ÷ Variação nas vendas
	Grau de alavancagem total	Grau de alavancagem financeira x Grau de alavancagem operacional
Demais indicadores	Coefficiente de <i>overtrading</i>	Vendas ÷ Capital circulante líquido
	Capital de giro	(Ativo circulante operacional - Passivo circulante operacional) ÷ Ativo total
	Taxa de crescimento sustentável	Retorno sobre o patrimônio líquido x (Lucro retido ÷ Lucro líquido)
	Previsão de insolvência	Modelo de Brito e Assaf Neto
	Efeito tesoura	Capital circulante líquido – Necessidade de capital de giro
	Índice de cobertura dos juros	Resultado operacional bruto ÷ despesas financeiras x 100

**Quadro 26: Indicadores econômico-financeiros**

Salienta-se que para o cálculo dos indicadores que utilizam os valores do ativo operacional médio; ativo total médio; patrimônio líquido médio; estoque médio; valor médio das duplicatas a receber; variação do disponível; variação das aplicações financeiras; variação no lucro operacional; e variação nas vendas; procedeu-se a atualização dos valores nominais de anos anteriores para uma mesma data base pelo índice de variação do IPCA – IBGE, acumulado 12 meses. Por exemplo, para calcular o valor do ativo total médio do ano 2006, aplicou-se o índice de correção de 3,14% sobre os valores do ano de 2005, e assim sucessivamente conforme os índices da Tabela 15. Os valores do ano 2006 não sofreram ajustes por ser considerado como data de publicação das demonstrações contábeis o dia 31 de dezembro do respectivo ano.

**Tabela 15: Variação do IPCA-IBGE acumulado 12 meses no período de 2000-2006**

Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
2000	7,04%						
2001	14,36%	6,84%					
2002	24,03%	15,87%	8,45%				
2003	42,28%	32,92%	24,41%	14,72%			
2004	51,67%	41,70%	32,63%	22,29%	6,60%		
2005	60,30%	49,76%	40,17%	29,25%	12,67%	5,69%	
2006	65,34%	54,46%	44,57%	33,31%	16,20%	9,01%	3,14%

Fonte: Conjuntura Econômica (2007)

Em relação ao cálculo do indicador Valor Econômico Agregado, definiu-se a taxa SELIC, média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis (BACEN, 2008a), como sendo o custo de oportunidade. A taxa aplicada em cada período resulta da média ponderada das taxas vigentes em cada ano de acordo com o número de dias da vigência. Dessa forma, o custo de oportunidade estimado foi de: 17,14% (ano 2000), 17,09% (ano 2001), 18,63% (ano 2002), 22,83% (ano 2003), 15,92% (ano 2004), 18,71% (ano 2005) e 15,10% (ano 2006).

Calculados os indicadores econômico-financeiros de cada empresa, aplicou-se o modelo de previsão de insolvência com o intuito de confirmar a sua evolução e/ou involução. O critério de escolha do modelo adotado é o grau de precisão do modelo e o conhecimento de todos os indicadores que o compõe. Dessa forma, o modelo apresentado por Minussi, Damacena e Ness Jr. (2002), embora apresente maior grau de precisão não pode ser utilizado pela necessidade de dados da mediana do setor calçadista brasileiro para índices de endividamento, a qual é desconhecida. Adotou-se então o segundo modelo mais preciso, desenvolvido por Brito e Assaf Neto (2001). Neste modelo, o ponto de corte é 0,5, classificando-se as empresas com resultado inferior a 0,5 como solventes e as empresas com resultado superior a esse valor como insolventes.

Do conjunto de indicadores calculados são extraídos os valores da mediana (número central) e dos quartis dos dados, calculados por meio da função quartil do aplicativo Microsoft® Office Excel® 2007. Se existir mais de um número central, o aplicativo localiza um intervalo de tal modo que a mediana seja o ponto central daquele intervalo (LANGFORD, 2006).

A distribuição dos valores em quartis consiste em dividi-los em quatro partes iguais, atribuindo a cada intervalo  $\frac{1}{4}$  dos valores. Miguel e Coutinho (2007) descrevem que em relação ao Excel, os valores dos quartis inferior e superior são determinados valendo-se dos percentis e com o uso de interpolação. Dessa forma, o valor dos quartis inferior e superior é definido pela posição  $[(n-1)p+1]$ , onde  $n$  = número de observações; e  $p$  = percentil a ser calculado (LANGFORD, 2006).

Os quartis são comumente utilizados nos estudos que contém poucas observações e permitem identificar no 1º e 4º quartis as diferenças da amostra, tendo em vista que o 2º e 3º quartis podem apresentar homogeneidade. Santanna, Teixeira e Louzada (2003, p. 6), justificam o uso do quartil em seu estudo direcionado à área de finanças:

Optou-se pelo quartil para fazer classificação dos dados e montagem das carteiras seguindo-se estudos similares na literatura de finanças e levando-se em conta que, devido ao reduzido tamanho relativo do mercado de capitais no Brasil, a opção por decis poderia levar a amostras pequenas e com pouca representatividade.

Vertes e Würch (1986, p. 265) alertam que não se pode constatar, sem a comparação, se um coeficiente é adequado ou inadequado, “[...] uma vez que toda a medição exige uma base de comparação”. Para tanto sugerem que num conjunto de empresas seja estabelecido um valor médio dos coeficientes, denominados de valores típicos ou *ratios*, que são coeficientes médios característicos para determinado período.

Dessa forma, os valores típicos servem de comparabilidade da mediana, alertando para a ocorrência de possíveis distorções do índice-padrão dos indicadores calculados. Segundo Vertes e Würch (1986), o valor típico resulta da média aritmética simples das quatro médias a seguir: média aritmética simples, média aritmética ponderada, moda e mediana dos indicadores. Para este estudo, a moda foi excluída do cálculo do valor típico dos indicadores nos casos em que se apresentou de forma indefinida.

Após a apuração da mediana, dos quartis e do valor típico de cada grupo de indicadores, procede-se a análise dos dados propriamente dita.

### 3.7 ANÁLISE DOS DADOS

Para a análise do conjunto de empresas pesquisadas, classificam-se os indicadores econômico-financeiros de cada empresa/ano em seus respectivos quartis. Na seqüência, parte-se para a análise baseada no índice-padrão, definido pela mediana dos dados, de cada grupo de indicadores, efetuando também a comparabilidade entre os indicadores de cada empresa com o conjunto.

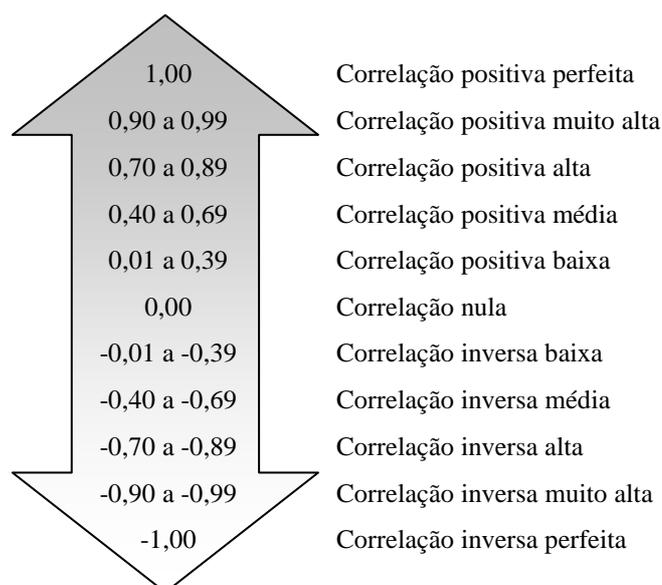
Como complemento à análise dos índices-padrão, verificou-se a existência de possíveis distorções comparando-os aos respectivos valores típicos. Além disso, cada grupo de indicadores foi submetido ao teste da análise de correlação em relação aos demais, utilizando-se da função CORREL, integrante do aplicativo Microsoft® Office Excel® 2007, que calcula o coeficiente de correlação de dois conjuntos de variáveis de medida a fim de determinar se elas tendem a se deslocar num mesmo sentido.

O valor de qualquer coeficiente de correlação deve situar-se entre -1,00 e +1,00, inclusive. A esse respeito, Saporito (2005, p. 104) enfatiza que “coeficientes de correlação são indicadores de até que ponto duas variáveis caminham na mesma direção ou também em sentido inverso. Por isso variam entre -1,00 e 1,00”.

Ainda consoante Saporito (2005), quando o coeficiente de correlação é igual a 1,00, as variáveis são positiva e perfeitamente correlacionadas; quando é igual a -1,00 são inversa e perfeitamente correlacionadas e quando o resultado da correlação é zero, não há correlação. Gujarati (2006) enfatiza que os coeficientes de correlação estabelecem uma relação estatística, não podendo, por si só, afirmar causalidade. Por conseguinte, a análise de correlação não é recomendada para afirmativas de que uma variável explica ou é explicada pela outra sem estar apoiada em testes que visam superar as limitações do uso de simples correlações entre

variáveis, como por exemplo, o Método da Causalidade de Granger utilizado nos estudos de Souza, Zanella e Nascimento (2005).

Collins e Hussey (2005) alertam para o cuidado com a interpretação dos coeficientes de correlação, pois duas variáveis podem estar correlacionadas porque ambas se relacionam com uma terceira e não pela existência de uma relação causal entre elas. Segundo eles, *grosso modo* (grifo dos autores), os valores dos coeficientes podem ser classificados conforme a Figura 19.



**Figura 19: Intervalos de classificação dos coeficientes de correlação**

Fonte: elaboração própria a partir de Collins e Hussey (2005).

Quanto à relevância do coeficiente de correlação, esta pode ser testada pelo estabelecimento de intervalos de confiança, que neste trabalho são calculados a partir da função INT.CONFIANÇA constante do mesmo aplicativo, adotando-se, neste estudo, o nível de significância de 1%. Dessa forma, o coeficiente de correlação não será rejeitado se estiver no intervalo de confiança, ou rejeitado se estiver fora dele.

Depois de analisadas as empresas por grupo de indicadores, efetua-se a análise individual por empresa, sendo apresentado o conjunto de indicadores e as características específicas de cada uma delas. De posse dessas informações, realiza-se a análise final, evidenciando a identificação do desempenho econômico-financeiro de empresas calçadistas brasileiras no período de 2000 a 2006, atribuindo medidas de ponderação aos indicadores selecionados, no intuito de elaborar um *ranking* das empresas.

Para a composição do *ranking* das empresas com melhor desempenho, partiu-se da metodologia da revista Melhores e Maiores Exame, que utiliza 6 indicadores econômico-financeiros, aos quais atribui pesos diferentes, para compor o índice excelência empresarial (Quadro 27). As empresas com melhor desempenho em cada indicador recebem pontuação,

sendo 10 para o primeiro lugar, 9 para o segundo e assim sucessivamente até o décimo que fica com 1 ponto. Os pontos são multiplicados pelo peso atribuído a cada indicador, resultando no *ranking* das empresas.

<b>Fórmula</b>	<b>Peso</b>	<b>Representa</b>
Crescimento em vendas	10	Retrata o dinamismo da empresa, se aumentou ou diminui sua participação no mercado e sua capacidade de gerar novos empregos.
Investimento no imobilizado	15	Valor aplicado na modernização ou ampliação do negócio da empresa, e também de gerar novos empregos.
Liderança de mercado	15	Compara as participações de mercado que as empresas detêm no setor em que atuam.
Liquidez corrente	20	Indica se a empresa apresenta ou não boa saúde financeira.
Rentabilidade do patrimônio	25	Mede a eficiência da empresa e a geração de valor aos acionistas.
Riqueza gerada por empregado	15	Mede quanto a empresa produz de riqueza em relação ao número de empregados.
<b>Total dos pesos</b>	<b>100</b>	

**Quadro 27: Metodologia de classificação de empresas utilizada pela revista Exame Melhores e Maiores**

Fonte: elaboração própria a partir da revista Exame (2007)

Exame (2007, p. 26) descreve que “o maior peso atribuído à rentabilidade do patrimônio deve-se à premissa clássica de que a função primária de uma empresa é a busca do lucro para a criação de valor”. Com relação aos indicadores rentabilidade do patrimônio e investimentos no imobilizado, são atribuídos pontos somente às empresas que apresentam índices positivos.

Para este estudo, o indicador riqueza gerada por empregado foi eliminado da composição do índice, pois não há, nas demonstrações contábeis publicadas, informações sobre o número de empregados. Dessa forma, o novo cálculo redistribuiu o peso da riqueza gerada por empregado, com base no peso dos demais indicadores, por meio do seguinte cálculo:  $\text{Peso do indicador} \div [(\text{total dos pesos} - \text{peso do indicador riqueza gerada por empregado}) \div 100]$ . Em seguida, os novos pesos foram arredondados para números inteiros, conforme demonstrado na Tabela 16, resultando nos pesos utilizados por este estudo.

**Tabela 16: Pesos utilizados para a classificação das empresas**

<b>Indicador</b>	<b>Peso da revista MM</b>	<b>Peso recalculado</b>	<b>Peso final</b>
Crescimento em vendas	10	11,765	12
Investimento no imobilizado	15	17,647	18
Liderança de mercado	15	17,647	18
Liquidez corrente	20	23,529	23
Rentabilidade do patrimônio	25	29,412	29
Riqueza gerada por empregado	15	–	–
<b>Total dos pesos</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: elaboração própria a partir da revista Exame (2007)

Outra alteração realizada em relação à revista Exame Melhores e Maiores está no critério de pontos conferidos às empresas com melhor desempenho. Nesta pesquisa, a

pontuação é atribuída de acordo com o total de empresas da amostra, sendo 15 pontos para a melhor colocada, 14 para a segunda, até a décima quinta que fica com 1 ponto. Os pontos são atribuídos somente à empresas que apresentam indicadores positivos. Da multiplicação dos pontos pelo peso atribuído a cada indicador (Tabela 16), resulta o *ranking* anual das empresas.

O *ranking* final das empresas, referente ao total de períodos analisados, é produto da soma das posições das empresas no *ranking* anual: (a) classifica-se as empresas em ordem decrescente de pontos em cada ano; (b) atribui-se o número 1 para a primeira colocada até o número 15 para a última; (c) soma-se os números obtidos nas posições; (d) a empresa que somar menos pontos classifica-se em primeiro lugar e assim sucessivamente até a décima quinta colocada. Observa-se também que para o cálculo do crescimento em vendas, atualizaram-se os valores nominais das vendas para uma mesma data base pela variação do IPCA – IBGE, acumulado 12 meses (Tabela 15).

Na próxima seção (3.8) são discutidas algumas limitações da pesquisa advindas de limitações da análise das demonstrações contábeis.

### 3.8 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As informações geradas pela análise das demonstrações contábeis possuem limitações que precisam ser compreendidas pelos diversos usuários interessados, para não gerar falsa expectativa além das reais possibilidades de êxito dessa técnica nos processos de análise. Essas limitações podem surgir, conforme Saporito (2005), de deficiências das próprias técnicas ou de fatores alheios a elas, impondo-lhe restrições em maior ou menor grau, de acordo com as características de cada uma.

A maioria das restrições associa-se ao fato de que as demonstrações contábeis publicadas pelas empresas não atendem às reais necessidades dos diversos usuários, sendo destacadas por Saporito (2005),

- a) limitações relacionadas à inflação: o registro contábil tem por base o custo histórico, ou seja, valores de entrada efetivamente incorridos. O resultado contábil surge então como a diferença apurada entre os valores de saída dos bens e serviços transacionados (e outras receitas) pela empresa e seus respectivos custos e despesas. À medida que o poder aquisitivo da moeda se altere em função da inflação, e ela não é reconhecida pelo sistema contábil, a avaliação de ativos e os resultados ficam comprometidos, afetando os índices econômico-financeiros;

- b) limitações quanto à confiabilidade das informações: o usuário das informações ao realizar uma análise, parte da presunção de que as informações publicadas nas demonstrações contábeis sejam verídicas, porém, não há como precisar que os dados publicados correspondem à realidade da empresa examinada;
- c) limitações relativas às regras da contabilidade: a Contabilidade foi concebida para mensurar resultados e segue regras dentro de um padrão lógico que permite avaliar o desempenho das empresas ao longo do tempo em bases objetivas e comprováveis, mas não faz parte do seu escopo avaliar uma empresa por seu valor de mercado. Dessa forma, os dados e informações contábeis limitam o poder conclusivo do analista em relação à real situação econômico-financeira da empresa;
- d) limitações com relação às informações divulgadas e sua defasagem temporal: a falta de informações importantes publicadas nas demonstrações contábeis e a distância no tempo entre as datas do registro contábil da informação e da análise colocam em risco as conclusões do analista.

Em relação aos efeitos da inflação, limita-se este estudo à atualização de valores para uma mesma data base por meio de índices anualizados coincidentes com a data das demonstrações contábeis, não sendo possível fazer a correção com maior exatidão pela ausência, por exemplo, de demonstrações mensais publicadas pelas empresas. Nas empresas que trabalham com produtos sazonais ou que possuem altos prazos de estocagem de produtos e de recebimento das vendas, como ocorre com algumas indústrias calçadistas examinadas por este estudo, a probabilidade de distorções em função das limitações relacionadas à inflação tende a ser maior.

Outra limitação do uso das demonstrações contábeis está na apresentação das contas pelo valor total do grupo, podendo distorcer o resultado apurado para alguns indicadores. Tomando-se novamente o exemplo do prazo médio de estocagem, é prudente utilizar o valor dos estoques médios do período de produtos acabados e matérias-primas, cuja informação não consta na maioria das demonstrações contábeis.

Os dados contábeis são sensíveis também a problemas com as evidências geradas pela análise de correlação, visto que o uso do método das partidas dobradas faz com que a maioria das informações contábeis sejam correlacionadas entre si ao passo que a correlação não implica causalidade em algum sentido (SOUZA; ZANELLA; NASCIMENTO, 2005). Conseqüentemente, limita-se esta pesquisa por não determinar o sentido causal entre as variáveis submetidas à análise de correlação.

As limitações ocorrem também em decorrência do tamanho da amostra. Houve dificuldades de acesso às informações evidenciadas pelo pequeno número de empresas calçadistas que publicam suas demonstrações contábeis, visto que a grande maioria da população em estudo compõe-se de empresas limitadas que são desobrigadas dessa publicação. Além disso, outras empresas sociedades anônimas de capital fechado iniciaram ou encerraram suas atividades, ou ainda alteraram sua forma jurídica de limitada para sociedade anônima ou vice-versa no transcorrer do período em estudo, não oferecendo uma sequencialidade completa de demonstrações contábeis em todos os períodos para a análise.

Dessa forma, mesmo que se considere a qualidade da amostra por conter empresas que estão entre as principais do setor calçadista e representem aproximadamente 26% do seu faturamento, o número de empresas examinadas é considerado pequeno, podendo haver resultados diferentes em uma amostra maior, tendo em vista ser um setor fragmentado, composto de poucas grandes empresas e inúmeras pequenas empresas.

Ainda relacionado à amostra, assim como no estudo de Kühl (2007), esta pesquisa tem como fator limitante a utilização de uma amostragem não probabilística, que impossibilita a utilização da lógica dedutiva e indutiva, ou seja, os resultados encontrados na amostra não podem ser aplicados às demais empresas, tampouco generalizados como sendo o comportamento do setor.

Quanto ao método de classificação das empresas utilizado pela publicação Exame Melhores e Maiores, não é possível afirmar que a empresa melhor classificada obtém também o melhor desempenho, tendo em vista utilizar somente 6 indicadores, os quais não são unanimidade entre as publicações semelhantes.

Descrito o método de pesquisa, a próxima seção (4) se destina à apresentação e análise dos dados.

## **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS**

Este capítulo destina-se a apresentação e análise dos dados, divididos em duas seções: (4.1) análise individual por empresa; (4.2) análise das empresas por grupo de indicadores. Ressalva-se que a análise se ateve às informações obtidas a partir das demonstrações contábeis, relatório da administração e notas explicativas das empresas componentes da amostra, e que as demonstrações contábeis consolidadas não foram objeto desta análise.

Em relação à análise individual por empresa, destina-se a seção a apresentar o conjunto de indicadores apurados por empresa, possibilitando a identificação de algumas características específicas de cada uma delas.

Na seção destinada à análise das empresas por grupo de indicadores, apresenta-se o seu comportamento em relação ao índice-padrão. Mostram-se também, por período, os valores do 1º quartil, índice-padrão e 3º quartil, além dos valores mínimos, máximos e típicos de cada indicador. Vale reforçar que o 1º quartil mantém 25% dos indicadores abaixo de si e 75% acima, ocorrendo o inverso com o 3º quartil. Já o índice-padrão, ou mediana, mantém 50% dos indicadores abaixo e 50% acima.

### **4.1 ANÁLISE INDIVIDUAL POR EMPRESA**

Nesta seção, os indicadores apurados no período de 2000 a 2006 são apresentados de forma individualizada por empresa. A mediana, quando mencionada, se refere à mediana dos índices apurados no período de 2000 a 2006 para determinado indicador da empresa sob análise; e os comentários sobre as oscilações do período, sem a especificação dos anos a que se refere, evidenciam os valores mínimos e máximos ocorridos no período examinado, independentemente do ano em que ocorreram.

Além disso, os índices positivos de alavancagem que representam aumento de prejuízos para as empresas, receberam um contorno, a fim de diferenciá-los dos índices de alavancagem que representam incremento nos lucros.

#### **4.1.1 Calçados Andreza S/A**

Os indicadores da Calçados Andreza S/A estão demonstrados na Tabela 17.

**Tabela 17: Indicadores de desempenho da Calçados Andreza S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	2,0	1,9	1,9	1,9	1,6	1,7	1,4
	Liquidez geral	1,9	1,8	1,7	1,8	1,5	1,7	1,3
	Varição do estoque de liquidez	4,4%	3,8%	-5,7%	-20,6%	19,1%	-0,1%	-2,3%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	61	70	65	74	77	64	52
	Prazo médio de recebimento (dias)	76	74	56	62	43	38	51
Lucratividade	Margem bruta	0,2%	4,8%	13,8%	12,2%	26,5%	22,9%	15,0%
	Margem líquida	3,0%	-1,1%	3,0%	0,5%	5,8%	8,0%	1,1%
	Margem operacional	-7,4%	-3,2%	6,6%	3,7%	20,5%	17,8%	6,1%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-11,8%	-5,2%	13,8%	7,1%	51,0%	48,5%	14,7%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-18,3%	-9,0%	24,7%	13,3%	94,0%	95,7%	28,8%
	Valor econômico agregado	-10.367	-8.540	2.611	-2.778	18.507	13.980	1.682
	Índice de desempenho empresarial	-9,0%	-5,1%	13,8%	7,0%	50,3%	50,7%	14,8%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	-7,9%	-2,2%	15,0%	7,4%	43,3%	45,0%	15,1%
	Margem do EBITDA	-5,6%	-1,5%	7,7%	4,6%	21,2%	18,6%	7,3%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	-	88,3%	52,0%	98,1%	185,6%	96,7%
Endividamento	Composição do endividamento	94,1%	90,7%	88,5%	92,1%	95,1%	95,8%	95,3%
	Dependência financeira	41,5%	45,3%	46,3%	49,1%	59,5%	49,8%	60,7%
	Participação do capital terceiros	71,0%	82,9%	86,2%	96,4%	147,1%	99,1%	154,3%
Estrutura	Giro do ativo	1,6	1,6	2,1	1,9	2,5	2,7	2,4
	Giro do ativo - dias	226	222	172	186	144	132	150
	Imobilização do patrimônio líquido	33,5%	34,0%	36,9%	26,6%	26,0%	34,0%	47,0%
	Imobilização dos recursos não correntes	32,2%	31,6%	33,5%	24,7%	24,3%	32,6%	43,8%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	1,5	1,7	1,8	1,9	1,8	2,0	2,0
	Grau de alavancagem operacional	-7,3	5,0	134,4	4,4	2,9	9,1	-3,8
	Grau de alavancagem total	-11,3	8,7	241,0	8,1	5,3	17,9	-7,5
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	3,73	4,40	5,47	5,00	5,65	7,28	9,21
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	96	82	66	72	64	49	39
	Capital de giro	37,7%	44,0%	51,1%	52,1%	46,5%	47,4%	55,4%
	Taxa de crescimento sustentável	-	30,1%	4,2%	154,5%	105,3%	9,2%	202,2%
	Previsão de insolvência	-10,21	-8,55	-7,08	-6,39	-1,25	-5,30	3,16
	Efeito tesoura	1.177	-2.731	-7.446	-6.430	-9.519	-5.432	-11.682
	Índice de cobertura de juros	-108,7%	-50,0%	75,9%	41,5%	94,6%	177,6%	81,0%

Verifica-se pela Tabela 17 que a empresa apresentou oscilações semelhantes nos indicadores de liquidez corrente e liquidez geral. A liquidez corrente oscilou entre 1,40 e 2,00, apresentando mediana de 1,90 para o período analisado e um crescimento de 45% no ano de 2006 em relação ao ano 2000. De forma semelhante, a liquidez geral apresentou índices entre 1,30 e 1,90. A mediana do período de 2000 a 2006 foi de 1,70 e a variação de 44%.

Quanto à redução de 0,10 no ano de 2006, se comparada liquidez corrente (2,00) com a liquidez geral (1,90), explica-se pelo fato das obrigações de longo prazo serem aproximadamente 3 vezes maiores que os ativos realizáveis a longo prazo.

Ainda relacionado à liquidez, verifica-se que a variação no estoque de liquidez oscilou entre -20,6% e 19,1%. Nos dois últimos anos houve um aumento de disponibilidades ao mesmo tempo em que houve redução do saldo de empréstimos de curto prazo. Como o EBITA destes anos (2005 e 2006) é negativo, a geração de caixa tende a se originar da conta estoques e da conta clientes, cuja redução nos saldos em relação aos exercícios anteriores indica queda nas vendas e, conseqüentemente, a redução da necessidade da empresa de repor o nível de estoques e de manter o financiamento de seus clientes, ao níveis dos anos anteriores.

Além da queda nas vendas, a empresa registrou aumento tanto no prazo médio de estocagem quanto no prazo médio de recebimento, em 18% e 49%, respectivamente, comparando-se os prazos do ano 2006 aos do ano 2000.

Em relação à lucratividade, a queda na margem bruta ao final do período examinado se explica pela redução não proporcional do valor das vendas em relação ao custo dos produtos vendidos, em função dos custos fixos e/ou aumento dos custos totais de produção. Embora as despesas operacionais líquidas tenham apresentado reduções consecutivas em todos os períodos, esta diminuição não foi suficiente para anular o efeito do aumento do custo dos produtos vendidos, resultando em margem operacional negativa em 2006 e 2005. Já a margem líquida mostra que houve uma redução das despesas financeiras a partir do ano 2005, tornando-a superior a margem operacional a partir desse período, dada a existência das receitas financeiras.

Os índices de rentabilidade revelam o efeito do lucro operacional sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, refletindo as influências da variação cambial nas exportações, visto que esta empresa, segundo suas notas explicativas, caracteriza-se como exportadora, tendo vendas em moeda estrangeira e custos em moeda nacional. Justifica-se tal observação pela ausência de proporcionalidade entre a variação dos índices de lucratividade e de rentabilidade e pela análise do índice de desempenho empresarial.

Na Tabela 17 é possível verificar também que a alavancagem financeira, embora seja um índice positivo e maior que 1,0, prejudica os sócios da empresa, representando aumento no prejuízo sobre o capital investido. Ainda, em relação ao capital investido, o fato da margem líquida ser menor que a margem operacional de 2000 a 2004, implica que nesse período a empresa incorreu em despesas financeiras e não operacionais em nível superior às receitas de mesma natureza, gerando um retorno total sobre o capital inferior ao retorno operacional.

No confronto com o custo de oportunidade, evidencia-se a perda da atratividade do negócio nos anos de 2003, 2005 e 2006, com ressalva ao ano de 2003, pois a taxa SELIC média para o período (23%) foi aproximadamente 5 pontos percentuais superior a média das taxas do período (18%). Para atingir a lucratividade apresentada pelo custo de oportunidade em 2006 e 2005, a empresa necessitaria reduzir seus custos e despesas operacionais em 12,6% e 9,3%, respectivamente, mantendo-se inalteradas as vendas. Do ano de 2000 ao ano de 2002 e no ano de 2004 a lucratividade da empresa foi maior que o custo de oportunidade.

Os indicadores do EBITDA apresentam, assim como na margem operacional, margens negativas nos anos de 2005 e 2006. Nos demais períodos houve variação no *cash flow* entre 7,4% e 45% e na margem do EBITDA entre 4,6% e 21,2%. Como consequência, observa-se que o índice de cobertura de juros não contribuiu para o pagamento destes no ano de 2006 e 2005 e contribuiu com parte nos anos de 2004 a 2002 e no ano de 2000. Já no ano 2001, contribuiu para a cobertura da totalidade dos juros e/ou despesas financeiras.

O perfil de endividamento da empresa no período aponta para financiamentos de curto prazo com percentuais próximos ou superiores a 90% do montante. Já a participação do capital de terceiros, que atingiu 154% do patrimônio líquido no ano de 2000, reduziu para 71% em 2006. O mesmo ocorreu com a dependência financeira da empresa, que passou de 60,7% em 2000 para 41,5% em 2006.

O giro do ativo reflete o aumento no prazo médio de estocagem e no prazo médio de recebimento, aumentando de 150 para 226 dias. Quanto à imobilização dos recursos não correntes, os ativos não circulantes atingem participação próxima a 35% destes recursos, ou seja, 65% deles são destinados ao capital circulante líquido.

Como consequência do resultado operacional, a empresa atingiu alavancagem operacional e total nos anos de 2001, 2002 e 2004. Entretanto, manteve índices de alavancagem financeira em função da utilização dos resultados financeiros e da não distribuição de lucros, aumentando a capacidade do capital circulante líquido em financiar suas vendas, de 39 (ano de 2000) para 96 dias (ano de 2006), conforme se observa pelo comportamento do coeficiente de *overtrading*, ao passo que o prazo médio de recebimento cresceu de 51 para 76 dias no mesmo período.

A taxa de crescimento sustentável em 2006 foi nula e o índice de cobertura dos juros calculado a partir do lucro operacional manteve o mesmo comportamento do índice do grupo do EBTIDA. A empresa esteve sob o efeito tesoura no período de 2000 a 2005, porém, somente no ano de 2000 apresentou tendências de insolvência pela avaliação do termômetro de insolvência.

Na análise das origens e aplicações extraídas da demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR), as origens superam as aplicações em 57% dos exercícios examinados. Do montante das origens do período compreendido do ano de 2000 a 2006, aproximadamente 70% provém do lucro do exercício.

Do montante dos lucros auferidos no período de 2000 a 2006, foram distribuídos aproximadamente 10%, ressalvando-se que esta distribuição ocorreu somente até o ano de 2002. Em relação às aplicações, o imobilizado representa aproximadamente 64%.

#### 4.1.2 Calçados Azaléia S/A

Os indicadores da Calçados Azaléia S/A estão demonstrados na Tabela 18.

**Tabela 18: Indicadores de desempenho da Calçados Azaléia S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	1,1	1,2	1,3	1,7	1,6	2,1	2,4
	Liquidez geral	1,0	1,2	1,3	1,5	1,3	1,6	1,8
	Varição do estoque de liquidez	-0,7%	0,6%	-1,1%	-14,0%	3,3%	-7,4%	17,3%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	67	54	44	46	55	52	51
	Prazo médio de recebimento (dias)	104	99	94	109	117	110	112
Lucratividade	Margem bruta	19,9%	25,6%	29,2%	23,0%	27,1%	28,0%	31,5%
	Margem líquida	17,1%	6,4%	4,1%	2,1%	15,3%	8,3%	7,1%
	Margem operacional	-20,2%	-7,5%	-3,2%	-6,0%	-6,7%	-0,8%	-3,9%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-20,5%	-9,9%	-4,9%	-8,5%	-9,0%	-1,1%	-5,5%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-15,5%	-8,6%	-4,1%	-7,4%	-8,8%	-1,1%	-5,1%
	Valor econômico agregado	-117.045	-101.437	-74.099	-116.449	-100.052	-63.627	-75.326
	Índice de desempenho empresarial	-6,3%	-4,0%	-1,6%	-4,6%	-0,8%	2,0%	-1,2%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	-8,5%	-4,0%	-1,4%	-3,2%	-3,6%	1,3%	-1,3%
	Margem do EBITDA	-18,0%	-5,7%	-1,6%	-4,2%	-4,7%	1,4%	-1,6%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	-	-	-	-	14,1%	-
Endividamento	Composição do endividamento	74,0%	84,7%	88,2%	74,9%	79,6%	70,9%	74,1%
	Dependência financeira	37,6%	39,5%	37,1%	31,4%	43,6%	39,3%	37,0%
	Participação do capital terceiros	60,3%	65,4%	59,1%	45,8%	77,4%	64,7%	58,7%
Estrutura	Giro do ativo	1,0	1,3	1,5	1,4	1,3	1,4	1,4
	Giro do ativo - dias	354	274	236	255	269	257	256
	Imobilização do patrimônio líquido	102,0%	87,9%	81,1%	75,0%	75,8%	64,1%	50,5%
	Imobilização dos recursos não correntes	88,2%	79,9%	75,8%	67,3%	65,5%	53,9%	43,8%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9
	Grau de alavancagem operacional	-2,4	-6,2	8,9	1,7	-64,0	-18,5	-489,3
	Grau de alavancagem total	-1,8	-5,4	7,5	1,4	-63,1	-18,7	-457,8
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	35,76	11,96	10,67	6,39	4,51	3,44	2,59
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	10	30	34	56	80	105	139

continua ...

... continuação

	Capital de giro	3,7%	7,4%	12,1%	17,9%	21,9%	29,7%	29,2%
	Taxa de crescimento sustentável	-7,2%	-1,8%	-9,4%	1,0%	-1,9%	-0,3%	-0,4%
Demais	Previsão de insolvência	-2,85	-4,97	-5,17	-7,04	-4,34	-6,99	-9,85
	Efeito tesoura	-12.226	732	-12.767	-4.975	-15.624	485	42.323
	Índice de cobertura de juros	-639,7%	-191,0%	-91,0%	-83,8%	-61,5%	-7,5%	-76,8%

Consoante a Tabela 18, os índices de liquidez corrente da empresa oscilaram entre 1,10 e 2,40, apresentando para o período de 2000 a 2006 uma variação negativa de 55% e mediana de 1,60. Seguindo a mesma tendência, a liquidez geral reduziu de 1,80 para 1,00. Neste caso, a variação negativa do período ficou em 48%, comparando-se o ano de 2006 ao ano de 2000 e a mediana foi de 1,30.

Dentre os ativos de curto prazo, houve redução do saldo da conta clientes e da conta disponibilidades, que apresentaram em 2006 níveis de 61% e 32%, respectivamente, abaixo da média dos saldos do período. Nos passivos de curto prazo, a conta de maior saldo nos últimos 3 exercícios são as dívidas com pessoas ligadas. Quanto aos ativos de longo prazo, a conta impostos representou de 50% a 80% do saldo do grupo e no passivo de longo prazo, destacam-se os empréstimos e dívidas com pessoas ligadas. A redução da liquidez é comprovada pelos índices negativos da variação do estoque de liquidez que oscilaram entre -14,3% e 17,3% durante o período examinado. Se comparada a variação do ano 2006 ao ano 2000, verifica-se uma queda de 104% na capacidade da empresa em aumentar suas disponibilidades.

Destaca ainda o aumento do prazo médio de estocagem e de recebimento, quando relacionados principalmente ao ano de 2004, período no qual a empresa obteve os menores prazos para ambos indicadores. Entretanto, se comparado o ano de 2006 ao ano 2000, o prazo médio de estocagem aumentou 32% e o prazo médio de recebimento reduziu em 7%.

A margem bruta, com redução de 36,8% no ano 2006 em relação ao ano 2000, indica a tendência de manutenção dos custos fixos e/ou aumento dos custos totais de produção. A oscilação desta margem no período ficou entre 19,9% e 31,5%. Já a margem operacional foi negativa em todo o período, com oscilações de -0,8% e -20,2%, apresentando variação negativa de 417,4% na comparação do primeiro com o último período estudado. Entretanto, a margem líquida do período 2000-2006 evoluiu 141,3% impulsionada pela equivalência patrimonial.

Em decorrência da margem operacional, têm-se no retorno sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, índices negativos que oscilam entre -20,5% e 1,1%; e -15,5% e 1,1%, respectivamente. A mediana para o ROA (retorno sobre o ativo) ficou em -8,5% e para o ROE

(retorno sobre o patrimônio líquido) em -7,4%. Em níveis menores de perda, o índice de desempenho empresarial apresenta margens negativas entre -6,3% e -0,8%; exceto no ano 2001 que apresenta margem positiva de 2%.

Observa-se na Tabela 18, que a alavancagem financeira, quando positiva e menor que 1,0, resultante da redução de prejuízos impacta em benefício aos sócios da empresa, visto que reduz a margem de prejuízos em relação ao capital investido. Há também, resultados positivos da equivalência patrimonial em todos os períodos e receitas financeiras superiores as despesas de mesma natureza nos períodos de 2000 a 2002 e 2006, que implicam na reversão dos prejuízos da atividade operacional e na geração de retorno total sobre o capital investido.

O valor econômico agregado da empresa indica que para igualar a lucratividade da operação ao custo de oportunidade utilizado para o cálculo, seria necessário economizar valores de 9% a 23% da venda líquida dos respectivos exercícios. Este comentário não se aplica ao ano 2006, quando as vendas reduziram 33% em relação ao ano anterior, sendo que neste caso o custo de oportunidade representa 40% delas.

Em função do prejuízo operacional, exceto no ano 2001, o EBITDA foi negativo em todos os demais períodos analisados. Os índices positivos do ano 2001 são de 1,3% para o *cash flow* e 1,4% para a margem do EBITDA. Verifica-se também que em período algum houve contribuição para cobertura dos juros ou despesas financeiras.

A dependência financeira de capital de terceiros aponta oscilações de 31,4% a 43,6% encerrando 2006 com 37,6%, dos quais 74% eram dívidas de curto prazo. O capital de terceiros representava 60,3% do patrimônio líquido do ano 2006.

Em relação ao giro do ativo, percebem-se oscilações de 236 a 354 dias, ou seja, o ativo passou em 2006 a girar somente uma vez por ano. Pela imobilização do capital próprio, cujos índices cresceram 102% no período (passaram de 50,5% em 2000 para 102% em 2006), verifica-se que os investimentos de 2006 foram parcialmente financiados por recursos de terceiros de longo prazo. A imobilização dos recursos não correntes também registrou um crescimento de 101,2% comparando-se o ano 2006 (88,2%) em relação ao ano 2000 (43,8%).

Verifica-se também pela Tabela 18 que tanto a alavancagem financeira quanto operacional inexistiu no período examinado influenciada principalmente pelo prejuízo operacional e pela distribuição de dividendos. Devido ao prejuízo operacional, também não houve contribuição para a cobertura de juros e despesas financeiras.

No que tange o capital de giro, o efeito tesoura e a taxa de crescimento sustentável, estes confirmam os índices do coeficiente de *overtrading* demonstrando que a empresa corre

riscos de não ter capital circulante líquido para financiar suas vendas, embora ainda não apresente risco de insolvência.

Analisando-se a demonstração de origens e aplicações de recursos, verifica-se que somente no ano 2000 as origens foram superiores as aplicações, ou seja, parte das aplicações de longo prazo foram financiadas por recursos de curto prazo. As aplicações no imobilizado representam 10% das aplicações totais do período examinado, sendo que o nível de imobilizações apresenta-se decrescente no período. Já a distribuição de lucros representou 29,7% das aplicações, comprometendo aproximadamente 76% dos lucros acumulados no período examinado.

#### 4.1.3 Calçados Beira Rio S/A

Os indicadores da Calçados Beira Rio S/A estão demonstrados na Tabela 19.

**Tabela 19: Indicadores de desempenho da Calçados Beira Rio S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	2,8	2,4	3,2	2,2	2,2	7,5	5,1
	Liquidez geral	2,3	2,0	3,4	2,5	2,4	6,5	3,6
	Varição do estoque de liquidez	18,6%	0,9%	0,6%	-2,9%	-9,7%	-0,5%	0,6%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	32	40	52	60	45	39	37
	Prazo médio de recebimento (dias)	58	63	67	114	122	105	100
Lucratividade	Margem bruta	28,5%	28,5%	28,9%	28,5%	24,4%	28,7%	36,2%
	Margem líquida	6,1%	1,9%	3,1%	0,4%	-4,2%	4,6%	9,3%
	Margem operacional	11,3%	5,5%	6,7%	3,5%	-2,2%	7,4%	16,7%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	28,3%	10,8%	11,0%	4,4%	-3,1%	12,8%	30,5%
	Retorno sobre patrimônio líquido	37,1%	14,2%	13,9%	6,2%	-3,5%	12,6%	32,2%
	Valor econômico agregado	18.088	-4.005	-1.906	-16.221	-24.727	-5.407	16.500
	Índice de desempenho empresarial	23,8%	8,9%	9,3%	3,7%	-3,6%	10,0%	24,0%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	26,7%	18,8%	16,1%	6,5%	-0,5%	14,0%	29,2%
	Margem do EBITDA	12,8%	10,3%	10,3%	5,5%	-0,4%	9,9%	19,0%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	664,2%	428,6%	644,0%	233,7%	-	407,7%	424,0%
Endividamento	Composição do endividamento	79,2%	75,4%	93,9%	92,8%	93,1%	85,2%	70,9%
	Dependência financeira	34,2%	37,9%	20,3%	29,4%	33,8%	11,8%	20,9%
	Participação do capital terceiros	52,1%	61,1%	25,4%	41,7%	51,0%	13,4%	26,5%
Estrutura	Giro do ativo	2,5	2,0	1,6	1,3	1,4	1,7	1,8
	Giro do ativo - dias	144	184	220	288	260	210	197
	Imobilização do patrimônio líquido	34,9%	41,9%	38,5%	36,0%	29,7%	26,1%	30,5%
	Imobilização dos recursos não correntes	31,5%	36,4%	37,9%	34,9%	28,7%	25,6%	28,3%

continua ...

... continuação

	Grau de alavancagem financeira	1,3	1,3	1,3	1,4	<u>1,1</u>	1,0	1,1
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	9,2	-1,2	12,3	<u>1,5</u>	<u>5,8</u>	<u>7,0</u>	8,4
	Grau de alavancagem total	12,1	-1,6	15,6	<u>21,0</u>	<u>6,5</u>	<u>6,9</u>	8,8
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	5,40	5,90	5,07	4,88	4,06	2,79	2,91
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	67	61	71	74	89	129	124
	Capital de giro	37,7%	49,7%	45,9%	47,1%	56,8%	54,7%	51,1%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	11,1%	2,4%	0,7%	0,3%	0,9%	-	1,6%
	Previsão de insolvência	-10,78	-6,07	-10,67	-6,35	-4,70	-17,37	-16,00
	Efeito tesoura	13.446	-12.062	-4.774	-16.718	-25.101	14.918	13.494
	Índice de cobertura de juros	590,0%	229,0%	417,7%	150,1%	-27,3%	307,2%	373,3%

Os índices de liquidez corrente no período examinado denotam uma variação negativa de 45% do índice de 2006 (2,80) em relação ao ano 2000 (5,10). A variação do indicador no período, conforme a Tabela 19, foi de 2,20 a 7,50. A liquidez geral demonstrou tendência semelhante com oscilações de 2,00 a 6,50, encerrando o exercício 2006 em 2,30. Quanto à variação no estoque de liquidez, esta se apresentou negativa nos anos de 2001 a 2003, sendo que nos demais exercícios atingiu índices de 0,6% até 18,6%.

Tanto prazo médio de estocagem quanto de recebimento demonstraram redução de 15% e 43%, respectivamente, se comparados os índices do ano de 2006 ao ano de 2000. As vendas líquidas cresceram consecutivamente desde o ano 2004, o que não ocorreu com os níveis de estoques e de clientes, pressupondo-se alterações na política de estoque e de crédito da empresa.

Na análise da margem bruta, verifica-se que de 2000 a 2006 houve uma redução de 21,3% originada pela queda das vendas. Porém, a partir de 2003 a margem tende a estabilizar em 28,5% no período. A partir de 2004, há um constante aumento das vendas e, de forma proporcional, do custo dos produtos vendidos, pressupondo-se maior eficiência na diluição dos custos fixos, visto que a margem bruta, embora seja estável em relação às vendas, apresenta um incremento em relação aos anos anteriores. Já as despesas operacionais sofreram acréscimo somente no ano 2005. Em 2006, a redução dos custos e despesas operacionais propiciou a elevação da margem operacional em aproximadamente 6 pontos percentuais.

Com exceção ao ano 2002, quando registrou prejuízo, a empresa obteve margens positivas tanto em relação ao lucro operacional quanto em relação ao lucro líquido. A primeira teve variações de 3,5% a 16,7% e a segunda de 0,4% a 9,3%, com destaque ao ano 2000 quando apresentou a melhor lucratividade devido ao menor custo de produção em relação às vendas.

O exercício de 2000 também foi o que apresentou melhor retorno sobre o ativo, porém em relação ao patrimônio líquido, o melhor retorno foi gerado no ano 2006, devido à redução do patrimônio líquido pelo aumento de ações em tesouraria. O índice de desempenho empresarial decaiu durante o período, mas retoma em 2006, os níveis de rentabilidade do ano 2000, em torno de 24%. Ressalva-se que durante o período a empresa incorreu em despesas financeiras, reduzindo o resultado do exercício e, conseqüentemente, o retorno total sobre o patrimônio líquido em relação ao retorno gerado pela atividade operacional.

O aumento do lucro operacional no ano 2006 refletiu na geração de valor econômico agregado para a empresa, fato também ocorrido no ano 2000. Nos demais anos, o lucro operacional necessitaria de um incremento de aproximadamente 102% para atingir o valor do custo de oportunidade estimado para o período.

Assim como a margem operacional, as margens do EBITDA também são negativas no ano 2002, ano em que o EBITDA não contribuiu para a cobertura de juros e despesas financeiras. Nos demais períodos a empresa apresentou capacidade de cobertura total dos juros e despesas financeiras. As margens de geração de caixa variam de 5,5% a 19%, sendo que em 2006 o EBITDA representava 26,7% do ativo operacional e 12,8% das vendas líquidas.

Das dívidas com terceiros, de 70% a 94% se constituíram de curto prazo, atingindo 37,9% do ativo total no ano 2005. Na relação com o patrimônio líquido o capital de terceiros oscilou entre 13% (ano 2001) e 61% (ano 2005). A empresa manteve empréstimos de curto prazo durante todo o período e nos últimos 2 anos captou empréstimos de longo prazo e alongou o prazo dos impostos a pagar.

O giro do ativo aumentou 36,7% em 2006 comparado ao ano 2000, passando de 1,8 a 2,5 giros, ou seja, um prazo médio de rotação do ativo de 144 dias. Pode-se dizer que o ativo passou a girar mais rápido em função da redução do prazo médio de estocagem e de recebimento.

Os índices de imobilização do patrimônio líquido e dos recursos não correntes são semelhantes, visto que o exigível a longo prazo não possui relevância no período examinado. Estes índices oscilam entre 26% e 42%.

A alavancagem financeira da empresa apresentou mediana de 1,3 e registrou alavancagem operacional em 2006 (9,2), 2004 (12,3) e 2000 (8,4). A alavancagem total nos mesmos períodos registrou índices de 12,1; 15,6; e 8,8 respectivamente.

Embora tenha estado sob o efeito tesoura em 4 exercícios, a empresa apresentou taxas positivas de crescimento sustentável em todos os períodos, e o índice de cobertura de juros

comportou-se de forma semelhante ao índice calculado com o EBITDA, bem como não demonstrou risco de insolvência.

Na análise do coeficiente de *overtrading*, identifica-se a redução da capacidade do capital circulante líquido em financiar as vendas da empresa, mas ainda com folga de 9 dias em relação ao prazo médio de recebimento das duplicatas a receber. Alerta-se, porém, que se o ritmo de crescimento deste coeficiente permanecer, a empresa tende a perder a capacidade de financiar suas vendas, correndo o risco de entrar em *overtrading*.

Pela análise das origens e aplicações de recursos constantes da DOAR, tem-se que as origens dos recursos superam as aplicações em 57% do período examinado. As aplicações no imobilizado (16%) e os lucros distribuídos (25%) perfazem 41% do total de aplicações. Os lucros auferidos nos exercícios analisados representam 31% do montante das origens, sendo que 86% deles foram distribuídos.

#### 4.1.4 Dilly Nordeste S/A

Os indicadores da Dilly Nordeste S/A estão demonstrados na Tabela 20.

**Tabela 20: Indicadores de desempenho da Dilly Nordeste S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	2,1	2,5	2,1	1,8	3,3	3,1	3,8
	Liquidez geral	1,5	1,4	1,8	1,8	1,7	1,6	1,3
	Varição do estoque de liquidez	-0,4%	0,1%	0,6%	-1,5%	3,4%	2,7%	2,7%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	62	69	50	36	37	80	110
	Prazo médio de recebimento (dias)	60	45	38	61	89	92	60
Lucratividade	Margem bruta	21,0%	20,7%	35,2%	35,9%	36,7%	41,9%	55,4%
	Margem líquida	-1,0%	1,5%	9,9%	9,4%	14,3%	14,7%	25,6%
	Margem operacional	1,2%	4,1%	16,1%	15,3%	21,3%	23,2%	39,6%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	1,3%	4,5%	22,7%	24,6%	37,1%	35,6%	70,4%
	Retorno sobre patrimônio líquido	2,3%	7,9%	45,3%	55,2%	68,4%	72,3%	171,7%
	Valor econômico agregado	-11.756	-8.432	14.485	8.913	8.645	4.897	5.737
	Índice de desempenho empresarial	0,9%	4,6%	26,0%	29,7%	39,9%	40,9%	89,2%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	7,1%	7,7%	24,0%	25,7%	37,9%	37,4%	73,4%
	Margem do EBITDA	6,7%	7,2%	17,4%	16,4%	22,8%	25,2%	42,0%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	176,0%	243,2%	847,4%	794,4%	1559,9%	1056,1%	1902,1%
Endividamento	Composição do endividamento	43,8%	40,0%	42,8%	41,4%	51,5%	48,3%	34,5%
	Dependência financeira	48,0%	46,2%	43,2%	48,7%	48,2%	48,1%	58,1%
	Participação do capital terceiros	92,1%	85,9%	76,2%	128,6%	93,0%	92,5%	138,9%

continua ...

... continuação

	Giro do ativo	1,1	1,1	1,4	1,6	1,7	1,5	1,8
Estrutura	Giro do ativo - dias	331	329	255	224	207	235	202
	Imobilização do patrimônio líquido	51,2%	62,5%	38,2%	33,9%	32,6%	48,1%	55,1%
	Imobilização dos recursos não correntes	33,7%	41,2%	26,6%	19,3%	22,5%	32,6%	28,8%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	1,9	1,8	2,0	2,2	1,8	2,0	2,4
	Grau de alavancagem operacional	-3,5	-20,9	1,2	0,2	0,8	-0,1	9,0
	Grau de alavancagem total	-6,6	-37,1	2,4	0,5	1,5	-0,2	21,9
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	5,46	4,67	7,43	9,60	2,72	3,10	2,41
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	66	77	48	37	133	116	149
	Capital de giro	32,0%	32,4%	20,6%	16,1%	55,3%	49,1%	55,0%
	Taxa de crescimento sustentável	-0,2%	2,6%	2,3%	-46,5%	45,7%	55,2%	130,9%
	Previsão de insolvência	-1,79	-2,37	-8,58	-7,44	-10,74	-7,46	-10,12
	Efeito tesoura	-15.250	-8.450	-345	-116	1.273	23	269
	Índice de cobertura de juros	30,5%	137,1%	783,7%	738,8%	1460,0%	975,2%	1792,7%

A Tabela 20 mostra uma queda de 45% do índice de liquidez corrente no ano 2006 (2,10) em relação ao índice do ano 2000 (3,80), ocorrida em função da captação de empréstimos de curto prazo. As oscilações dos índices de liquidez corrente no período ficaram entre 1,80 e 3,80. A liquidez geral oscilou entre 1,30 e 1,80, apresentando índice de 1,50 em 2006, ou seja, 16% superior ao índice do ano 2000 que era de 1,30. Este crescimento foi impulsionado pelo aumento do saldo da conta de créditos de pessoas ligadas. Houve também aumento dos empréstimos de longo prazo, porém em menor proporção aos créditos de longo prazo. A empresa obteve também variação positiva do estoque de liquidez em 5 dos 7 exercícios examinados.

Os prazos médios de estocagem e recebimento obtiveram sua maior rotatividade em 2003 (36 dias) e 2004 (38 dias), respectivamente. Comparando-se o ano de 2006 ao ano 2000, houve uma redução de 44% no prazo médio de estocagem e estabilidade no prazo médio de recebimento.

Com exceção da margem líquida negativa no ano 2006 (-1%), a empresa alcançou índices de lucratividade positiva em todos os demais períodos, porém com redução significativa. Considerando-se o ano 2000 como o de melhores margens, observa-se que houve redução de 62,1% da margem bruta, 103,7% da margem líquida e 97,1% da margem operacional quando comparadas com as margens do ano 2006. Observa-se que no período examinado o custo dos produtos vendidos e as despesas operacionais líquidas tiveram aumentos maiores proporcionalmente que o aumento das vendas. Por exemplo, em 2006 houve aumento de 67% das despesas com vendas contra 18,7% das vendas líquidas.

A redução da lucratividade reflete na redução de quase 100% dos índices de rentabilidade e retorno (2000-2006), ficando em 2006 entre 1% e 2% conforme a Tabela 20. Além disso, não houve geração de valor econômico agregado nos últimos 2 anos. Do período 2000 a 2004 a lucratividade da operação excedeu ao custo de oportunidade, porém nos anos 2005 e 2006 houve perda na atratividade do negócio em aproximadamente 6% das vendas líquidas. Já o retorno total sobre o capital investido apresenta índices menores em relação ao retorno gerado pela atividade, impactado por despesas financeiras e não operacionais superiores às receitas de mesma natureza.

Embora o índice de cobertura de juros, calculado a partir do EBITDA, sempre demonstrou capacidade de contribuir para o pagamento total dos juros e despesas financeiras, a geração de caixa da atividade operacional (*cash flow*) sofreu reduções constantes, passando de 73,4% no ano 2000 para 7,1% no ano 2006. Da mesma forma, as margens do EBITDA sobre vendas diminuíram de 42% para 6,7%.

Já o perfil de endividamento apresenta tendência de redução. Mesmo com o crescimento das dívidas de curto prazo, que em 2006 eram de 43,8% das dívidas totais contra 34,5% do ano 2000, a dependência financeira da empresa em relação ao capital de terceiros decresceu 17,5%, atingindo 48% no ano 2006. A representatividade do capital de terceiros sobre o patrimônio líquido também decresceu 33,7%, passando de 138,9% (ano 2000) para 92,1% (ano 2006). O menor índice, porém, foi 76,2%, alcançado em 2004.

O giro do ativo que no ano 2000 era de 202 dias, atingiu seu pior índice em 2006 (331 dias), principalmente pelo aumento da conta de créditos de pessoas ligadas. A imobilização do patrimônio líquido variou de 32,6% a 62,5% e imobilização dos recursos não correntes de 19,3% a 41,2%.

Quanto ao grau de alavancagem financeira, manteve-se positivo em todo o período examinado, porém o grau de alavancagem operacional revela retração (retorno inferior ao investimento) nos anos de 2001 a 2003, 2005 e 2006, o mesmo ocorrendo com o grau de alavancagem total.

O capital de giro da empresa no ano de 2006 ficou em 32% e com exceção aos anos 2003 e 2006, a empresa registrou taxas de crescimento sustentável. O efeito tesoura é evidenciado nos últimos quatro anos da análise, embora não ocorram indícios de insolvência. Já o índice de cobertura de juros calculado a partir do lucro operacional indica capacidade de contribuição para o pagamento dos juros e/ou despesas financeiras até o ano 2005.

Considerando-se que o capital circulante líquido consegue financiar as vendas por 66 dias, tem-se um alerta para a proximidade para com o prazo médio de recebimento. Em 2000,

o capital circulante líquido tinha capacidade de financiar 2,5 vezes a rotação da conta clientes, ou seja, financiava 149 dias de vendas.

Pela análise da DOAR, verifica-se que as origens são sobressalentes em 6 dos 7 exercícios e as aplicações em imobilizado representam 42,5% das aplicações totais do período de 2000 a 2006. Quanto aos lucros auferidos no período de 2000 a 2006, aproximadamente 48% foram distribuídos, representando 11,8% das aplicações do período. Em relação às origens, o montante dos lucros representa 19,5%.

#### 4.1.5 Calçados Fillis S/A

Os indicadores da Calçados Fillis S/A estão demonstrados na Tabela 21.

**Tabela 21: Indicadores de desempenho da Calçados Fillis S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	2,2	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	1,9
	Liquidez geral	2,1	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	2,0
	Varição do estoque de liquidez	-0,9%	0,6%	-2,5%	0,9%	-1,6%	-2,5%	4,7%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	123	129	95	85	83	78	70
	Prazo médio de recebimento (dias)	76	104	80	100	88	81	83
Lucratividade	Margem bruta	6,4%	-8,7%	8,8%	11,9%	22,3%	18,6%	13,9%
	Margem líquida	-6,4%	0,5%	-1,1%	-1,6%	7,5%	4,3%	1,6%
	Margem operacional	-6,4%	-23,6%	-1,5%	2,9%	13,9%	9,4%	4,7%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-5,8%	-19,0%	-2,2%	4,5%	25,8%	17,1%	8,1%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-9,2%	-29,7%	-3,5%	7,3%	42,2%	27,3%	11,6%
	Valor econômico agregado	-3.377	-7.107	-2.886	-2.444	3.306	1.216	-589
	Índice de desempenho empresarial	-7,1%	-16,1%	-2,2%	3,4%	25,1%	16,2%	7,1%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	-5,6%	-18,3%	-1,3%	5,8%	26,0%	17,5%	9,2%
	Margem do EBITDA	-6,4%	-23,6%	-0,9%	3,9%	14,7%	10,4%	5,9%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	-	-	70,2%	341,5%	245,1%	183,9%
Endividamento	Composição do endividamento	93,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Dependência financeira	39,4%	39,3%	37,1%	42,3%	41,2%	42,6%	41,3%
	Participação do capital terceiros	64,9%	64,9%	59,0%	73,3%	70,0%	74,4%	70,4%
Estrutura	Giro do ativo	0,9	0,8	1,4	1,6	1,9	1,8	1,7
	Giro do ativo - dias	403	448	252	231	194	198	209
	Imobilização do patrimônio líquido	29,9%	24,7%	25,2%	23,4%	22,5%	25,8%	32,9%
	Imobilização dos recursos não correntes	28,6%	24,7%	25,2%	23,4%	22,5%	25,8%	32,9%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,4
	Grau de alavancagem operacional	-18,3	-14,5	6,7	4,8	5,0	6,1	3,3
	Grau de alavancagem total	-29,1	-22,6	10,7	7,9	8,1	9,8	4,7

continua ...

... continuação

	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	2,25	1,98	3,44	3,76	3,84	3,94	3,71
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	160	182	105	96	94	91	97
	Capital de giro	70,5%	68,0%	69,5%	70,9%	67,6%	64,5%	56,7%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	-	-	-	-24,7%	18,5%	6,7%	109,4%
	Previsão de insolvência	-1,11	-2,15	-4,88	-2,89	-4,88	-3,64	-3,49
	Efeito tesoura	-5.480	-5.299	-5.088	-6.786	-5.565	-4.708	-3.218
	Índice de cobertura de juros	-82,4%	-300,0%	-30,7%	52,1%	322,1%	221,9%	147,5%

A empresa apresenta, de acordo com a Tabela 21, aumento de 14% na liquidez corrente do período 2006-2000 com variações de 1,90 a 2,30. A liquidez geral aumentou 6% no mesmo período com variação de 2,00 a 2,30. Já a variação no estoque de liquidez, oscilou entre períodos de índices positivos e outros negativos, sendo que somente no ano 2000 atingiu 4,7%. Nos demais não ultrapassou 0,9%.

Os índices se mantêm pelo equilíbrio na movimentação de ativos e passivos de curto e longo prazo. No ano de 2006, por exemplo, a conta de fornecedores reduziu em torno de 42%, comparando-se ao saldo de 2005, enquanto que a conta clientes sofreu redução em torno de 57%. Ressalva-se que consta do ativo circulante, saldos crescentes de impostos a recuperar, o que representava 44,6% em 2006.

A redução no saldo da conta clientes refletiu na redução do prazo médio de recebimento de 104 dias em 2005 para 76 dias em 2006. A alteração também foi influenciada pelo crescimento das vendas. Estes dois períodos correspondem ao menor e ao maior prazo médio de recebimento do período examinado, cuja mediana é 83 dias.

Já o prazo médio de estocagem cresceu 75% no período 2006-2000 passando de 70 dias em 2000 para 123 dias em 2006. O maior pico foi de 129 dias em 2005. Esse aumento no prazo foi influenciado pela redução dos estoques em níveis inferiores à redução das vendas, exceto no ano 2006 quando houve crescimento nas vendas e redução dos estoques.

As margens de lucratividade apresentam-se positivas em 6 períodos em relação à margem bruta e em 4 períodos em relação à margem líquida e operacional. As margens oscilaram entre -8,7% a 22,13% na margem bruta, entre -6,4% a 7,5% na margem líquida e entre -23,6% a 13,9% na margem operacional.

Coincidentemente no ano 2006, a margem bruta apresenta índice de 6,4% e as margens líquidas e operacionais apresentam índice negativo de 6,4% em ambos os índices. Decorre esse fato do valor das despesas operacionais serem aproximadamente o dobro do lucro bruto e as despesas financeiras líquidas equipararam-se ao resultado não operacional, mantendo o valor do prejuízo líquido muito próximo ao valor do prejuízo operacional.

Influenciados pelo lucro ou prejuízo operacional, os índices de rentabilidade e retorno se apresentaram positivos do ano 2000 ao ano 2003 e negativos de 2004 a 2006. O retorno sobre o ativo oscilou entre -19% e 25,8%, o retorno sobre o patrimônio líquido entre -29,7% e 42,2% e o índice de desempenho empresarial entre -16,1% e 25,1%. Na Tabela 21 percebe-se que a alavancagem financeira é superior a 1,0 e origina-se de índices negativos, prejudicando os sócios, pois indica um prejuízo maior em relação ao capital investido. O retorno sobre o patrimônio líquido, se verificado o retorno total e não somente o gerado pela atividade operacional, altera-se basicamente em função de receitas e despesas financeiras, sendo semelhantes no ano de 2006 e apresentando melhores índices de retorno total nos anos de 2004 e 2005, e índices inferiores nos demais períodos.

Quanto ao valor econômico agregado, o lucro operacional excedeu o custo de oportunidade estipulado em 2 períodos e ficou aquém nos demais. Para atingir a rentabilidade estipulada os custos e despesas operacionais necessitariam reduzir percentuais de 1,6% a 30%, de acordo com o período.

Em consonância com os indicadores de rentabilidade e retorno, os indicadores do EBITDA apresentam geração de caixa positiva do ano 2000 a 2003 e negativa do ano 2004 a 2006, o que ocorre também com a margem do EBITDA. As oscilações são de -18,3% a 26% para o primeiro e de -23,6% a 14,7% para o segundo. Pelo índice de cobertura de juros, o EBITDA contribui para o pagamento destes nos anos de 2000 a 2002, contribui parcialmente no ano 2003 e nos demais anos não contribui devido ao prejuízo operacional.

O perfil de endividamento da empresa é de curto prazo, tendo leve alteração em 2006 quando 7% da dívida era de longo prazo. A dependência financeira da empresa em relação ao capital de terceiros ficou ao redor de 40% em todo o período examinado. Já a representatividade do capital de terceiros em relação ao capital próprio oscilou entre 59% e 74,4%, com mediana de 70%. Em 2006 o capital de terceiros representou 65% do valor do capital próprio, resultando numa melhora de 7,8% em relação ao ano 2000.

Conforme já mencionado na análise sobre a liquidez, a empresa possui saldos crescentes de impostos a recuperar, representando 36,5% do ativo total do ano 2006. Esse saldo impacta no giro do ativo que nos períodos do exame teve variação entre 0,8 e 1,9 vezes. Em 2006 o giro do ativo era de 403 dias.

Tanto a imobilização do capital próprio quanto a imobilização dos recursos não correntes apresentam índices próximos a 30% em 2006. No período, a variação foi de 22,5% a 32,9% para ambos.

O grau de alavancagem financeira estabilizou-se em 1,6 de 2001 a 2003, sendo que de 2004 a 2006 não houve alavancagem. Já a alavancagem operacional ocorreu nos períodos 2001 e 2002, assim como a alavancagem total. Se comparado o prazo médio de recebimento à capacidade do capital circulante líquido em financiar as vendas, que em 2006 era de 160 dias, verifica-se que a empresa possui fôlego financeiro para financiar os clientes. O capital de giro, de 70,5% em 2006 ilustra a informação.

A empresa também não apresenta riscos de insolvência, entretanto, esteve sob o efeito tesoura, ou seja, necessidade de capital de giro maior que o capital circulante líquido, em todos os períodos analisados, utilizando-se de recursos de terceiros para suprir suas necessidades. O prejuízo dos últimos exercícios se reflete na taxa de crescimento sustentável, verificada somente do ano 2000 a 2002, período no qual o lucro operacional possui capacidade de cobertura dos juros e/ou despesas financeiras.

Os investimentos em imobilizado representam 71,2% das aplicações totais do período, as quais se apresentam superiores às origens de recursos em 2003, 2004 e 2006. Dos lucros auferidos até o ano de 2002, 21,1% foram distribuídos. Nesse mesmo período, os lucros representavam 66,8% das origens de recursos conforme apresentado na demonstração de origens e aplicações de recursos.

#### 4.1.6 Calçados Jacob S/A

Os indicadores da Calçados Jacob S/A estão demonstrados na Tabela 22.

**Tabela 22: Indicadores de desempenho da Calçados Jacob S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	26,5	10,9	12,2	6,9	6,0	5,7	4,2
	Liquidez geral	26,5	11,0	12,2	6,9	6,0	5,7	4,2
	Varição do estoque de liquidez	0,4%	-2,6%	-3,3%	-10,3%	5,5%	2,3%	3,3%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	91	90	85	89	69	75	65
	Prazo médio de recebimento (dias)	121	111	107	117	107	103	83
Lucratividade	Margem bruta	15,1%	24,9%	25,5%	30,2%	36,3%	40,9%	44,8%
	Margem líquida	-0,7%	-0,2%	-0,1%	-1,5%	12,6%	11,3%	15,4%
	Margem operacional	-17,0%	-4,3%	-3,5%	3,6%	14,6%	18,3%	23,7%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-20,5%	-5,7%	-4,6%	4,9%	26,2%	34,1%	55,8%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-8,6%	-2,6%	-2,3%	2,6%	14,6%	21,6%	35,9%
	Valor econômico agregado	-13.956	-12.725	-10.924	-12.732	-2.360	2.326	8.394
	Índice de desempenho empresarial	-9,9%	-2,8%	-2,3%	2,0%	17,8%	22,3%	35,7%

continua ...

... continuação

	<i>Cash flow</i>	-7,4%	-1,6%	-1,3%	3,0%	13,0%	18,1%	28,9%
EBITDA	Margem do EBITDA	-15,5%	-2,9%	-2,1%	4,7%	15,5%	18,9%	24,3%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	-	-	22,4%	117,5%	198,0%	330,8%
	Composição do endividamento	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Endividamento	Dependência financeira	3,5%	8,4%	7,4%	13,1%	15,1%	16,2%	21,6%
	Participação do capital terceiros	3,6%	9,1%	8,0%	15,1%	17,7%	19,4%	27,6%
	Giro do ativo	1,2	1,3	1,3	1,4	1,8	1,9	2,4
Estrutura	Giro do ativo - dias	299	273	268	259	200	193	153
	Imobilização do patrimônio líquido	8,4%	9,0%	9,8%	10,4%	10,9%	9,3%	10,8%
	Imobilização dos recursos não correntes	8,4%	9,0%	9,8%	10,4%	10,9%	9,3%	10,8%
	Grau de alavancagem financeira	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	-11,0	-0,5	0,5	2,6	2,4	2,3	1,9
	Grau de alavancagem total	-4,6	-0,2	4,7	1,4	1,3	1,4	1,2
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	0,70	0,85	0,95	1,07	1,31	1,52	1,90
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	512	422	380	338	275	236	190
	Capital de giro	27,5%	27,9%	27,9%	25,9%	22,6%	27,9%	25,3%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	-	-	-2,1%	-0,8%	0,7%	1,1%	2,0%
	Previsão de insolvência	-40,34	-35,18	-33,56	-30,58	-28,06	-25,54	-22,73
	Efeito tesoura	36.350	34.979	34.720	34.661	36.797	30.443	27.091
	Índice de cobertura de juros	-779,7%	-27,4%	-29,5%	16,8%	111,0%	191,1%	323,0%

De acordo com a Tabela 22, os índices de liquidez corrente da empresa oscilaram entre 4,20 e 12,20 do ano 2000 a 2005. Já em 2006, o índice mais que dobrou, passando para 26,50, ou seja, 526% maior que o índice do ano 2000 que era de 4,20. Da mesma forma ocorrendo com a liquidez geral, pois a ausência de passivos exigíveis de longo prazo e valores inexpressivos dos ativos de longo prazo tornam os índices praticamente iguais.

Quanto à variação do estoque de liquidez, esta se apresenta negativa de 2003 a 2005, quando há uma redução das disponibilidades em relação aos anos imediatamente anterior e posterior a esse período.

O aumento da liquidez se dá pela conversão dos créditos de clientes em disponibilidades com a redução no nível do saldo da conta clientes e também da conta estoques. Ambos ocasionados pela queda no valor das vendas.

O aumento do prazo médio de recebimento das contas a receber indica a queda no valor das vendas desproporcional à queda no saldo da conta clientes indica. O prazo médio de estocagem também aumentou em decorrência da redução dos estoques em menor escala do que a redução nas vendas. O prazo médio de recebimento cresceu 47% e o prazo médio de estocagem 39% quando relacionados o ano de 2006 ao ano de 2000, encerrando o período examinado em 121 dias e 91 dias respectivamente.

Em relação às margens de lucratividade, a margem bruta do período 2006 (15,1%) decresceu 66,3% em relação ao período 2000 (44,8%), a margem líquida se manteve positiva até o ano de 2002 e a margem operacional até o ano 2003. No período 2000 a 2006 a margem líquida oscilou entre -1,5% e 15,4% e a margem operacional entre -17% e 23,7%.

Como conseqüência os índices de rentabilidade apresentaram comportamento semelhante à margem operacional oscilando entre -20,5% e 55,8% no retorno sobre o ativo, entre -8,6% e 35,9% no retorno sobre o patrimônio líquido e entre 9,9% e 35,7% no índice de desempenho empresarial. Novamente, demonstra-se na Tabela 22, que em períodos de resultados negativos, a alavancagem financeira menor que 1,0 beneficia os sócios. Verifica-se também que nos anos 2000, 2001 e 2003, as despesas financeiras da empresa superam as receitas, ocorrendo o inverso nos demais anos, refletindo no resultado do exercício. Dessa forma, os índices de retorno sobre o patrimônio líquido, se alternam no decorrer do período, quando comparados o retorno total em relação ao retorno operacional.

O valor econômico agregado indica que nos anos 2000 e 2001 o lucro operacional excedeu ao custo de oportunidade e nos demais ficou aquém, sendo que para atingi-lo seria necessária uma redução nos custos e despesas operacionais entre 3,6% até 40%, sem alterações no valor das vendas. A menor rentabilidade surge pela opção de maior liquidez. Já o índice de desempenho empresarial apresenta-se positivo do ano 2000 ao ano 2003 e negativo nos demais. A oscilação do período 2000 (35,7%) a 2006 (-9,9%) foi de -127,9%.

Da mesma forma os indicadores do EBITDA demonstram capacidade de geração de caixa (*cash flow*) do ano 2000 a 2003 e incapacidade do ano 2004 a 2006. O índice de cobertura de juros contribui para o pagamento total dos juros e despesas financeiras dos anos 2000 a 2002, parcial no ano 2003 e não contribui nos demais anos.

A empresa não apresenta dívidas ou quaisquer outras obrigações de longo prazo, tampouco empréstimos de curto prazo. Isso permitiu uma queda de 84% na dependência financeira em relação ao capital de terceiros (2006-2000). Quanto à comparação do capital de terceiros ao capital próprio a queda foi de 87%. A ausência de recursos de terceiros de longo prazo iguala os índices de imobilização do capital próprio ao de imobilização dos recursos não correntes. No período examinado a imobilização dos recursos sempre foi inferior a 11%.

O ativo girou entre 1,2 e 2,4 vezes, apresentando seu melhor índice no ano 2000 (2,4), decrescendo constantemente após esse período até ficar em 1,2 giros no ano 2006, ou seja, 299 dias. Essa variação foi de 169,7% no período 2000-2006. Em função da redução no nível de atividades, verificada pela redução nas vendas e baixa aplicação em imobilizações, a

empresa obteve alavancagem operacional e total somente no ano 2000. Já a alavancagem financeira, não foi registrada no período.

O aumento da liquidez propiciou o aumento do capital circulante líquido e, conseqüentemente, sua capacidade de financiar as vendas da empresa. O coeficiente de *overtrading* oscilou de 190 dias em 2000 para 512 dias em 2006, ou seja, uma variação de 170%, visto que além do aumento da liquidez, o valor das vendas também reduziu.

A empresa não esteve sob o efeito tesoura em nenhum dos períodos examinados, tampouco sofreu risco de insolvência. O capital de giro representou 26,5% do ativo total e não foi verificada a presença de crescimento sustentável nos anos de 2003 e 2006, cujo fato ocorreu somente nos anos de 2000 a 2002 na faixa de 0,7% a 2%.

Pela análise da DOAR, com exceção ao ano 2003, as aplicações sempre foram inferiores às origens dos recursos, sendo que as aplicações em imobilizado representam 33,2% das aplicações totais do período. De 2000 a 2002, os lucros representavam 89,4% das origens dos recursos daqueles exercícios, sendo que destes foram distribuídos 23,8% aos acionistas.

#### 4.1.7 Calçados Sândalo S/A

Os indicadores da Calçados Sândalo S/A estão demonstrados na Tabela 23.

**Tabela 23: Indicadores de desempenho da Calçados Sândalo S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,4	1,4
	Liquidez geral	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
	Varição do estoque de liquidez	-0,1%	-2,0%	1,3%	-2,3%	0,5%	1,2%	0,5%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	53	68	72	71	69	68	47
	Prazo médio de recebimento (dias)	66	67	56	57	53	52	56
Lucratividade	Margem bruta	13,7%	12,9%	19,8%	18,2%	29,1%	27,9%	21,6%
	Margem líquida	-4,9%	-2,4%	-0,2%	0,4%	0,3%	0,3%	-2,6%
	Margem operacional	-2,1%	1,0%	5,1%	4,6%	14,6%	11,5%	3,6%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-1,6%	0,9%	5,7%	5,0%	17,0%	12,7%	4,4%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-3,7%	2,3%	16,5%	12,7%	37,0%	26,2%	8,0%
	Valor econômico agregado	-2.370	-2.144	68	-1.267	2.214	1.078	-1.112
	Índice de desempenho empresarial	-3,4%	0,3%	7,3%	6,0%	18,1%	13,1%	3,3%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	-0,3%	2,2%	6,3%	5,2%	16,3%	12,3%	4,2%
	Margem do EBITDA	-0,4%	2,5%	5,7%	4,9%	14,6%	11,5%	3,6%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	75,1%	106,6%	117,7%	102,3%	103,5%	58,4%

continua ...

... continuação

	Composição do endividamento	71,9%	72,7%	73,9%	66,5%	67,6%	61,8%	61,3%
Endividamento	Dependência financeira	61,9%	55,4%	66,6%	65,3%	57,5%	54,7%	51,2%
	Participação do capital terceiros	162,5%	124,3%	199,4%	188,5%	135,1%	120,7%	105,1%
	Giro do ativo	0,8	0,9	1,1	1,1	1,2	1,1	1,2
Estrutura	Giro do ativo - dias	475	402	321	333	310	326	298
	Imobilização do patrimônio líquido	118,5%	108,3%	123,4%	126,0%	118,9%	114,9%	113,8%
	Imobilização dos recursos não correntes	81,3%	80,9%	81,2%	77,2%	82,7%	78,6%	80,9%
	Grau de alavancagem financeira	2,4	2,6	2,9	2,5	2,2	2,1	1,8
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	9,4	2,9	2,0	30,4	7,3	-28,7	-10,3
	Grau de alavancagem total	22,5	7,5	5,8	76,7	15,9	-59,0	-18,9
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	-13,72	87,93	67,46	18,77	31,61	8,47	9,83
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	-26	4	5	19	11	43	37
	Capital de giro	12,4%	23,5%	27,4%	28,4%	17,0%	25,6%	23,0%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	-	-	-	-	-	-	-
	Previsão de insolvência	3,97	2,86	4,35	3,43	0,75	-1,11	-1,80
	Efeito tesoura	-5.713	-6.427	-9.597	-7.550	-3.556	-2.905	-2.322
	Índice de cobertura de juros	-74,2%	29,7%	95,4%	111,3%	102,3%	103,5%	58,4%

A Calçados Sândalo possui liquidez corrente de 2000 a 2003, sendo nula no período 2004 e 2005 e insuficiente no período 2006. Já os índices de liquidez geral indicam insuficiência de recursos em todos os períodos, mas mantendo um equilíbrio entre a movimentação de suas obrigações com terceiros e seus créditos a receber. Em relação à variação do estoque de liquidez, a empresa aumentou as disponibilidades de recursos em relação aos períodos anteriores nos anos de 2000 a 2002 e em 2004, e teve redução nos anos de 2003, 2005 e 2006.

O prazo médio de estocagem oscilou entre 47 e 72 dias, sendo que em 2006 ficou em 53 dias (14% superior ao prazo médio do ano 2000). Já o prazo médio de recebimento, teve variações entre 52 e 67 dias e em 2006 ficou em 66 dias (11% superior ao prazo médio do ano 2000). Pressupõe-se que o aumento do prazo médio de estocagem foi provocado por desajustes entre o nível de estoques em relação à queda nas vendas e à necessidade de materiais para o consumo na produção. Já no prazo médio de recebimento, percebe-se um alongamento no prazo de financiamento concedido aos clientes, visto que vendas e clientes mostram relação inversa nos últimos anos.

Os indicadores de lucratividade demonstram que a desproporcionalidade entre a variação nas vendas e a variação no custo dos produtos vendidos, provavelmente pela manutenção do nível de custos fixos, provocou oscilações na margem bruta de 12,9% a 29,1% no período examinado, encerrando 2006 com margem de 13,7%. As despesas operacionais líquidas também não sofreram alterações para se ajustarem às vendas do exercício,

influenciando a margem operacional que oscilou entre -2,1% e 14,6%. Em relação à margem líquida, esteve próxima de zero ou negativa, oscilando entre -4,9% e 0,4%, influenciada pelas despesas financeiras.

Impactados pela margem operacional, os índices de rentabilidade e retorno são positivos de 2000 a 2005 e negativos no ano 2006, com exceção do valor econômico agregado, cujos índices positivos e negativos se alternam entre os períodos. O retorno sobre o ativo oscilou numa faixa de -1,6% a 17% e o retorno sobre o patrimônio líquido de -3,7% a 37%. O retorno sobre o patrimônio líquido, conforme a Tabela 23, é impactado no ano 2006 pelos efeitos do índice de alavancagem financeira originada de resultados negativos. Além disso, considerando as despesas financeiras, inerentes ao resultado do exercício, verifica-se que o retorno total sobre o capital investido passa a ser praticamente nulo ou negativo durante todo o período sob exame.

Já o índice de desempenho empresarial, teve oscilação de -3,4% a 18,1% no período examinado e na análise do valor econômico agregado verifica-se que o lucro operacional superou o custo de oportunidade em 2001, 2002 e 2004 sendo inferior nos demais períodos. Por exemplo, para igualar o lucro ou prejuízo operacional ao custo de oportunidade pretendido seria necessário aumentá-lo em 4,1% no ano 2000, 3,7% no ano 2003, 7,2% no ano 2005 e 10,5% no ano 2006.

Os índices do EBITDA denotam capacidade de geração de caixa (*cash flow*) da atividade operacional até 2005, perdendo essa capacidade no ano de 2006. O EBITDA também não contribui para a cobertura dos juros e despesas financeiras em 2006, contribui parcialmente em 2000 e em 2005 e contribui para o pagamento total de 2001 a 2004.

A composição do endividamento de curto prazo oscilou entre 61,3% e 73,9%, sendo que a dependência financeira da empresa variou entre 51,2% e 66%. Quando comparado o capital de terceiros em relação ao capital próprio, verifica-se que o primeiro sempre foi superior ao segundo equivalendo-se entre 105% e 199,4% do patrimônio líquido.

Impactado pela redução nas vendas, o giro do ativo reduziu 37,2% de 2000 a 2006, variando entre 298 dias (ano 2000) e 475 dias (ano 2006). As imobilizações superam o valor do patrimônio líquido em todos os anos e se comparadas aos recursos não correntes representam aproximadamente 80% dos recursos.

Embora presente prejuízo em determinados períodos e margens de lucratividade próximas a zero em outros, a empresa apresenta grau de alavancagem financeira até 2005 obtido pela utilização de recursos de terceiros. Já o grau de alavancagem operacional e total foi obtido em 2002 e 2004, pelo aumento das vendas e lucro operacional.

Porém, três indicadores indicam risco de insolvência da empresa: coeficiente de *overtrading*, modelo de previsão de insolvência e efeito tesoura. O primeiro indica insuficiência do capital circulante líquido em financiar as vendas durante todo o período, visto que o prazo de recebimento das duplicatas é maior, o segundo indica risco de insolvência desde 2002 e o terceiro indica que a empresa esteve sob o efeito tesoura em todo o período.

Além disso, a empresa não apresenta taxas de crescimento sustentável e o índice de cobertura de juros calculado a partir do lucro operacional contribui com a totalidade dos juros ou despesas financeiras nos anos de 2001 a 2003, no ano de 2006 não contribui e nos demais contribui parcialmente.

Da demonstração de origens e aplicações de recursos verifica-se que as origens são insuficientes para cobrir as aplicações, das quais aproximadamente 31% foram destinadas ao imobilizado. Nos anos 2001, 2002 e 2003, houve lucros que representavam 9,8%, 88,7% e 5,5% das origens, respectivamente, não havendo distribuição no período.

#### 4.1.8 Cambuci S/A

Os indicadores da Cambuci S/A estão demonstrados na Tabela 24.

**Tabela 24: Indicadores de desempenho da Cambuci S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,7
	Liquidez geral	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6
	Varição do estoque de liquidez	0,3%	0,1%	-0,9%	-0,5%	0,8%	0,1%	0,2%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	73	82	83	79	82	91	94
	Prazo médio de recebimento (dias)	73	63	57	59	56	52	42
Lucratividade	Margem bruta	31,9%	34,0%	32,7%	28,7%	33,4%	31,4%	36,5%
	Margem líquida	-2,0%	-4,5%	-23,8%	-3,9%	-61,3%	-16,1%	-12,9%
	Margem operacional	-2,7%	1,0%	-10,8%	-7,3%	-4,4%	-3,3%	5,3%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-3,4%	1,5%	-15,7%	-10,2%	-5,5%	-3,4%	6,3%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-	-	-	-	-	-	29,8%
	Valor econômico agregado	-	-	-	-	-	-	2.498
	Índice de desempenho empresarial	-	-	-	-	-	-	7,8%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	-0,6%	4,1%	-9,4%	-5,4%	5,1%	-0,9%	6,8%
	Margem do EBITDA	-0,5%	3,4%	-8,0%	-4,8%	5,1%	-1,1%	7,1%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-338,3%	32,2%	-63,1%	-55,2%	14,0%	-6,5%	34,2%
Endividamento	Composição do endividamento	48,1%	52,1%	52,5%	59,0%	73,4%	59,7%	54,0%
	Dependência financeira	145,0%	161,0%	170,9%	159,1%	167,2%	103,8%	89,9%
	Participação do capital terceiros	-	-	-	-	-	-	893,1%

continua ...

... continuação

	Giro do ativo	1,3	1,5	1,5	1,4	1,2	1,0	1,2
Estrutura	Giro do ativo - dias	284	246	247	258	290	348	302
	Imobilização do patrimônio líquido	-	-	-	-	-	-	497,3%
	Imobilização dos recursos não correntes	49,9%	56,9%	58,0%	78,6%	115,2%	120,1%	97,3%
	Grau de alavancagem financeira	-	-	-	-	-	-	4,7
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	81,2	-36,5	-44,6	-3,5	51,2	10,0	-30,6
	Grau de alavancagem total	-	-	-	-	-	-	-144,8
	Coeficiente de <i>overtrading</i> - rotação	-7,35	-4,86	-3,68	-3,00	-1,81	-3,36	-7,41
	Coeficiente de <i>overtrading</i> - dias	-49	-74	-98	-120	-199	-107	-49
	Capital de giro	9,8%	13,0%	15,9%	13,2%	5,3%	7,5%	14,8%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	-	-	-	-	-	-	36,8%
	Previsão de insolvência	11,99	19,68	25,38	28,07	39,61	17,47	11,78
	Efeito tesoura	-33.036	-46.744	-55.509	-57.167	-76.543	-43.845	-34.748
	Índice de cobertura de juros	-1718,9%	9,8%	-84,4%	-83,5%	-12,1%	-18,8%	25,5%

Com passivo a descoberto desde o ano 2001 até o ano 2006, a empresa apresentou índices de liquidez corrente entre 0,40 e 0,70 e índices de liquidez geral entre 0,30 e 0,60, ou seja, os índices indicam que a empresa possui incapacidade de pagamento das suas dívidas. Quanto à variação do estoque de liquidez, este oscilou entre -0,9% a 0,8%, demonstrando a inexistência de geração de estoque de disponibilidades. Dentre as dívidas, a empresa mantém, por exemplo, no seu passivo de longo prazo, dívidas com pessoas ligadas e provisões para contingências (ações tributárias, trabalhistas e civis), além de REFIS (Programa de recuperação fiscal do governo federal), empréstimos de curto e longo prazo e debêntures não conversíveis.

O prazo médio de estocagem teve variação de 73 a 94 dias e o prazo médio de recebimento de 42 a 73 dias. Coincidentemente ambos os prazos em 2006 são de 73 dias. O aumento no prazo médio ocorre pela evolução desproporcional entre as vendas, os níveis de estoque e o prazo de pagamento concedido aos clientes.

Com exceção à margem bruta que apresenta lucratividade entre 28,7% e 36,5%, e da margem operacional dos anos 2000 e 2005, a empresa apresenta prejuízo operacional e prejuízo líquido que oscilam entre -61,3% e -2%. A margem operacional é impactada pelo aumento das despesas operacionais ao passo que houve redução nas vendas. A margem líquida é impactada pelas despesas financeiras e não operacionais superiores as receitas de mesma natureza.

A inexistência de patrimônio líquido a partir do ano 2001 indica a absorção do capital próprio por prejuízos, portanto não há capital disponível para investimento. Dessa forma, não há como calcular os indicadores de retorno sobre o patrimônio líquido e de valor econômico

agregado. No entanto, no ano 2000 o retorno sobre o patrimônio líquido foi de 29,8%, o índice de desempenho empresarial de 7,8% e a empresa gerou valor econômico agregado acima do custo de oportunidade estimado para o período. Ressalva-se que em relação ao retorno sobre o ativo, este oscilou entre -15,7% e 6,3% no período examinado.

O EBITDA contribui de forma parcial para o pagamento dos juros e despesas financeiras em 2000, 2002 e 2005 e nos demais não há cobertura de juros pela ausência de lucro. O EBITDA mostra geração de caixa nos três períodos já citados entre 4% e 7% e margem sobre as vendas entre 3% e 7%.

O endividamento de curto prazo varia entre 48% e 73% e, com exceção ao ano 2000, a empresa se tornou totalmente dependente do capital de terceiros. O ativo gira na faixa de 1 a 1,4 vezes por ano, representando em 2006 um giro a cada 284 dias.

Devido à ausência de capital próprio, as imobilizações dos recursos não correntes foram calculadas partir do ano 2001 somente sobre os recursos de terceiros de longo prazo. Verifica-se que em 2001 e 2002 a empresa se utilizou de recursos de terceiros de curto prazo para seus investimentos. Em 2006 o índice de imobilização de recursos não correntes era próximo a 50%. Além disso, a falta de capital próprio, as variações negativas nas vendas e os prejuízos registrados evidenciam a inexistência de alavancagem tanto financeira quanto operacional. Também não há taxa de crescimento sustentável, com exceção ao ano 2000 que foi de 36,8%, tampouco houve contribuição de cobertura dos juros e despesas financeiras. Já o capital de giro, atinge no máximo 16% do ativo total nos períodos examinados.

Como não há capital circulante líquido para financiar as vendas, o coeficiente de *overtrading* indica situação de insolvência, assim como demonstrado pelo efeito tesoura e pelo modelo de previsão de insolvência. A origem dos recursos, evidenciada pela DOAR, denota a captação de recursos de terceiros para as aplicações efetuadas pela empresa, das quais 19% destinaram-se às imobilizações.

Ressalva-se que a Cambuci possui empresas específicas para determinadas áreas de atuação como importação, *trading*, *trust*, que podem influenciar indiretamente o resultado da empresa analisada. Ressalva-se que as contingências (relacionadas a discussões jurídicas sobre impostos, entre outras) e dívidas com pessoas ligadas, se renegociadas e/ou revertidas podem extinguir o passivo a descoberto da empresa.

### 4.1.9 Daiby S/A

Os indicadores da Daiby S/A estão demonstrados na Tabela 25.

**Tabela 25: Indicadores de desempenho da Daiby S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	9,1	8,1	6,2	6,2	5,0	3,4	2,0
	Liquidez geral	10,9	3,4	2,9	3,3	3,5	2,6	1,8
	Varição do estoque de liquidez	-2,2%	3,2%	-2,6%	-5,5%	12,1%	-6,6%	11,7%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	53	54	55	67	69	59	46
	Prazo médio de recebimento (dias)	87	86	70	78	54	47	47
Lucratividade	Margem bruta	8,6%	11,4%	19,3%	17,9%	34,3%	29,4%	17,4%
	Margem líquida	10,9%	4,2%	5,6%	5,4%	11,4%	9,1%	6,9%
	Margem operacional	-	2,0%	8,2%	7,2%	22,2%	19,2%	6,7%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	-	3,2%	16,4%	13,4%	56,6%	51,2%	17,0%
	Retorno sobre patrimônio líquido	-	3,1%	15,9%	12,6%	59,2%	68,3%	24,1%
	Valor econômico agregado	-7.642	-6.628	-17	-3.814	10.702	8.174	846
	Índice de desempenho empresarial	3,6%	3,5%	12,6%	10,5%	42,4%	42,9%	16,0%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	1,5%	4,0%	13,7%	11,4%	45,9%	45,1%	16,4%
	Margem do EBITDA	1,4%	3,3%	9,3%	8,4%	23,2%	20,3%	8,2%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	-	336,5%	239,0%	261,9%	207,3%	276,1%	-
Endividamento	Composição do endividamento	100,0%	35,5%	45,3%	49,1%	65,6%	74,2%	90,6%
	Dependência financeira	6,5%	22,4%	24,7%	22,7%	22,2%	31,3%	44,4%
	Participação do capital terceiros	6,9%	28,8%	32,8%	29,3%	28,6%	45,5%	80,0%
Estrutura	Giro do ativo	1,6	1,7	2,0	1,9	2,5	2,7	2,5
	Giro do ativo - dias	228	218	181	194	141	135	143
	Imobilização do patrimônio líquido	31,1%	29,5%	36,5%	32,6%	27,9%	27,9%	32,2%
	Imobilização dos recursos não correntes	31,1%	24,8%	30,9%	28,4%	25,4%	25,0%	30,0%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	<u>0,8</u>	1,0	1,0	0,9	1,0	1,3	1,4
	Grau de alavancagem operacional	<u>20,0</u>	<u>5,3</u>	2,5	<u>3,8</u>	2,3	11,0	-9,9
	Grau de alavancagem total	<u>16,8</u>	<u>5,2</u>	2,4	<u>3,6</u>	2,4	14,7	-14,1
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	2,13	2,25	2,49	2,42	2,84	3,89	4,54
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	169	160	144	149	127	93	79
	Capital de giro	44,1%	45,1%	50,3%	46,7%	48,7%	54,2%	50,9%
	Taxa de crescimento sustentável	-	4,0%	11,7%	25,1%	37,3%	36,1%	1,2%
	Previsão de insolvência	-14,85	-16,00	-15,37	-15,55	-15,01	-12,47	-4,65
	Efeito tesoura	5.137	6.264	4.153	5.090	4.129	556	-2.337
	Índice de cobertura de juros	-	200,3%	211,3%	224,4%	198,5%	260,3%	-

Os índices de liquidez, visualizados na Tabela 25, demonstram a solvência da empresa pelo crescimento da liquidez corrente de 2,00 (ano 2000) para 9,10 (ano 2006) e da liquidez geral de 1,80 (ano 2000) para 10,90 (ano 2006). Na liquidez geral, houve influência da

liquidação das debêntures e da destinação de recursos para aplicações de longo prazo. Na liquidez corrente houve impacto pela liquidação de empréstimos de curto prazo.

O estoque de liquidez, porém oscilou entre -6,6% e 12,1%, sendo 4 exercícios com variações negativas e 3 com variações positivas em relação ao exercício anterior.

O prazo médio de estocagem esteve entre 46 e 69 dias e em 2006 ficou em 53 dias. O prazo médio de recebimento ficou entre 47 e 87 dias e em 2006 era de 87 dias. O saldo médio da conta clientes apresenta-se crescente, porém não proporcional às vendas do período. Da mesma forma, o saldo médio dos estoques demonstra crescimento de 2000 a 2002 e estabilidade após esse período.

As margens de lucratividade foram impactadas pela redução nas vendas dos anos 2003, 2005 e 2006. Além disso, a desproporcionalidade entre a variação das vendas e do custo dos produtos vendidos, provavelmente impactado pelos custos fixos, reduziu a margem bruta em 50,7%, se comparado o ano 2006 ao ano 2000. A oscilação do indicador no período foi entre 8,6% e 34,3%. A margem líquida oscilou entre 4,2% e 11,4% influenciada também pelas despesas financeiras e pelo resultado da equivalência patrimonial. A margem operacional oscilou entre 0% e 22,2%, que por sua vez, além da variação das vendas, foi impactada pelos custos e despesas operacionais.

O retorno sobre o ativo até 2002 acusa uma maior eficiência do uso dos ativos na geração do lucro operacional, da mesma forma que o retorno sobre o patrimônio líquido indica um maior retorno sobre o capital investido pelos acionistas. Ambos os indicadores apresentam queda constante de 2002 a 2006. O índice de desempenho empresarial, também influenciado pela redução das vendas nos últimos anos apresenta queda de 77,5% no ano de 2006 em relação ano 2000. Já o impacto do resultado com equivalência patrimonial e das receitas e despesas financeiras no resultado do exercício reflete num retorno total sobre o capital investido maior que o retorno operacional nos anos de 2000, 2005 e 2006; e menor nos demais.

O lucro operacional excedeu o custo de oportunidade estimado para o investimento nos anos de 2000 a 2002 e foi menor de 2003 a 2006 em aproximadamente 6,5% dos custos e despesas operacionais do período.

Embora com redução de 90,6%, comparando-se o índice do ano 2006 (1,5%) com o ano 2000 (16,4%), o EBITDA revela geração de caixa (*cash flow*) positiva em todo o período examinado. Com comportamento semelhante, a margem do EBITDA reduziu 83,4%, encerrando 2006 com uma margem de 1,4%. Em relação ao índice de cobertura de juros calculado a partir do EBITDA, ressalva-se que a empresa apresenta apenas as despesas

financeiras líquidas, sem discriminar as receitas e despesas, sendo calculado o índice sobre tal base, exceto nos anos 2000 e 2006, quando as receitas financeiras superaram as despesas. Nos demais exercícios, o EBITDA contribui para o pagamento total das despesas financeiras líquidas.

Quanto à composição do endividamento, a empresa demonstra tendência de redução dos seus compromissos com terceiros no período examinado. Em 2006 havia dívidas somente de curto prazo das quais 99,9% era composto por passivo operacional. A dependência financeira da empresa reduziu 85,4% (de 44,4% para 6,5%) se comparado o ano de 2006 ao ano de 2000, e a participação do capital de terceiros passou de 80% para 6,9% no mesmo período, evidenciando uma redução de 91,3%.

O giro do ativo reduziu 37,4%, passando de 143 dias para 228 dias, afetado pela redução das vendas e pelo aumento do valor dos ativos, tais como estoques e clientes. As imobilizações do patrimônio líquido apresentam-se entre 28% e 36,5%. Já a imobilização dos recursos não correntes esteve entre 24,8% e 31%.

A empresa apresenta alavancagem operacional e total em 2001, 2002 e 2004 e alavancagem financeira em 2000 e 2001. Nos demais períodos não houve alavancagem, refletindo redução na atividade operacional.

O capital de giro esteve na faixa de 44% a 54%. Houve aumento na capacidade do capital circulante líquido em financiar as vendas, passando de 79 dias em 2000 para 169 dias em 2006. O índice de cobertura de juros calculado a partir do lucro operacional contribui para a cobertura das despesas financeiras líquidas dos anos 2001 a 2005. Ressalva-se que, conforme explicado nos indicadores do EBITDA utilizou-se as despesas financeiras líquidas com base para cálculo devido à ausência de informações sobre o montante das despesas financeiras. A demonstração dos índices dos anos 2000 e 2006 ficou prejudicada, pois as receitas superaram as despesas nestes períodos.

Apenas no ano 2000 a empresa esteve sob o efeito tesoura, sendo que não apresentou riscos de insolvência no período examinado. O crescimento sustentável ocorreu de 2000 a 2005, não ocorrendo crescimento no ano de 2006, quando a empresa registrou resultado negativo.

A empresa, conforme a DOAR, sempre possuiu origens de recursos excedentes às suas aplicações, das quais aproximadamente 25% foram destinadas ao imobilizado e 23,8% a distribuição de lucros. As origens são compostas em 60,8% dos lucros do exercício, sendo que destes 21,9% foram distribuídos.

#### 4.1.10 Dakota S/A

Os indicadores da Dakota S/A estão demonstrados na Tabela 26.

**Tabela 26: Indicadores de desempenho da Dakota S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	4,1	4,1	6,5	6,7	6,3	5,0	4,3
	Liquidez geral	3,5	3,1	2,7	6,0	6,3	5,0	5,5
	Varição do estoque de liquidez	-0,9%	0,6%	0,8%	-0,9%	-8,8%	7,0%	4,3%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	59	55	66	74	81	75	39
	Prazo médio de recebimento (dias)	127	142	121	116	137	114	52
Lucratividade	Margem bruta	25,4%	13,9%	19,8%	21,6%	18,5%	19,5%	24,2%
	Margem líquida	11,7%	13,2%	0,8%	2,5%	-2,6%	-2,1%	2,6%
	Margem operacional	8,1%	10,3%	1,4%	3,1%	-6,1%	-3,3%	1,5%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	11,3%	13,0%	1,9%	4,3%	-7,2%	-4,1%	3,8%
	Retorno sobre patrimônio líquido	9,8%	13,9%	2,2%	4,3%	-7,0%	-4,3%	4,2%
	Valor econômico agregado	-3.428	-2.750	-7.423	-10.178	-14.509	-12.946	-3.842
	Índice de desempenho empresarial	11,0%	13,4%	1,6%	3,7%	-5,6%	-3,5%	3,5%
EBITDA	Cash flow	9,6%	12,4%	3,9%	6,0%	-3,8%	-1,3%	8,6%
	Margem do EBITDA	9,7%	12,0%	3,1%	4,9%	-3,9%	-1,2%	3,7%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	883,3%	571,4%	217,0%	316,0%	-	-	513,6%
Endividamento	Composição do endividamento	84,1%	73,7%	40,4%	88,1%	100,0%	100,0%	100,0%
	Dependência financeira	17,3%	20,0%	28,5%	12,0%	11,8%	15,4%	14,9%
	Participação do capital terceiros	20,9%	25,1%	39,9%	13,7%	13,4%	18,2%	17,5%
Estrutura	Giro do ativo	1,4	1,3	1,4	1,4	1,2	1,2	2,4
	Giro do ativo - dias	256	283	257	257	305	293	148
	Imobilização do patrimônio líquido	48,1%	48,5%	33,4%	31,3%	28,8%	27,0%	21,1%
	Imobilização dos recursos não correntes	46,6%	45,5%	27,0%	30,8%	28,8%	27,0%	21,1%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1
	Grau de alavancagem operacional	11,6	-66,6	-13,9	-53,6	-1,8	30,2	-
	Grau de alavancagem total	10,0	-71,1	-15,7	-53,5	-1,8	31,6	-
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	2,67	2,85	2,25	2,52	2,15	2,21	2,75
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	135	126	160	143	167	163	131
	Capital de giro	43,3%	45,1%	61,4%	59,2%	59,9%	53,9%	48,2%
	Taxa de crescimento sustentável	7,5%	10,6%	1,6%	1,2%	-	4,6%	5,8%
	Previsão de insolvência	-11,96	-10,82	-13,42	-12,95	-13,12	-13,21	-11,43
	Efeito tesoura	1.585	335	1.637	1.000	1.386	4.680	846
	Índice de cobertura de juros	735,3%	487,4%	95,2%	200,3%	-303,7%	-231,7%	214,1%

Transformada em sociedade anônima a partir do ano 2000, a empresa demonstrou solvência em todo o período examinado conforme demonstra a Tabela 26. A liquidez corrente oscilou entre 4,10 e 6,70 com mediana de 5,00, demonstrando variação de 5% no comparativo entre o ano 2000 com o ano de 2006.

A liquidez geral, embora apresentando variação negativa de 37% do índice do ano 2006 comparado ao ano 2000, oscilou entre 2,70 e 6,30, sendo que sua mediana também ficou em 5,00. Em relação à variação do estoque de liquidez, a oscilação ficou entre -8,8% e 7%. A existência de passivo de longo prazo ocorreu a partir do ano 2003 por meio de dívidas com pessoas ligadas e houve captação de empréstimos de curto prazo somente nos anos 2000, 2001 e 2005. Quanto ao ativo circulante, verifica-se uma redução de aproximadamente 72% na conta impostos a recuperar e de 97% do valor dos créditos de pessoas ligadas, ambos comparando-se o ano 2006 em relação ao ano 2000.

O prazo médio de estocagem, que era de 39 dias no ano 2000 atingiu 81 dias no ano 2002, retrocedendo a 59 dias em 2006. Já o prazo médio de recebimento, passou de 52 dias em 2000 para 142 dias 2005, encerrando 2006 em 127 dias. O aumento do tempo de estocagem e do prazo médio de recebimento se explica pelo descompasso entre as variações das vendas em relação à conta de clientes e de estoques.

Os índices de lucratividade evidenciam crescimento de 5,3% na margem bruta de 2006 em relação ao ano 2000. Durante o período a margem bruta teve variações entre 13,9% a 25,4%, com a mediana em 19,8%. A margem líquida oscilou entre -2,6% e 13,2% e a margem operacional entre -6,1% e 10,3%. As margens negativas registradas nos anos de 2001 e 2002 resultam de uma redução dos custos e despesas operacionais menor do que a queda das vendas, provavelmente em função dos custos fixos.

Em consequência, o retorno sobre o ativo, o retorno sobre o patrimônio líquido e o índice de desempenho empresarial também foram negativos nos anos 2001 e 2002 e os maiores índices foram registrados nos anos de 2005 e 2006. A oscilação dos índices ficou entre -7,2% e 13% para o retorno sobre o ativo, entre -7% e 13,9% para o retorno sobre o patrimônio líquido e entre -5,6% e 13,4% para o índice de desempenho empresarial. O resultado do exercício, sob a influência de resultados da equivalência patrimonial e de receitas financeiras e não operacionais, ora maiores, ora menores que as respectivas despesas, produz um retorno total sobre o patrimônio líquido inferior ao retorno operacional nos anos de 2003 e 2004, e superior nos demais. Pelo valor econômico agregado, percebe-se que o lucro operacional não atingiu o custo de oportunidade estimado de 2000 a 2006, equivalente a uma redução média de 8,4% nos custos e despesas operacionais, mantendo-se o valor das vendas.

Os indicadores do EBITDA, assim como os indicadores de rentabilidade e retorno, por se valerem do lucro operacional evidenciam saída de caixa em 2001 e 2002, anos em que a empresa apresentou prejuízo operacional. O *cash flow* apresentou índices de -3,8% a 12,4% e

margem do EBITDA de -3,9% a 12,0%. Em 2001 e 2002 o EBITDA não contribui para a cobertura dos juros e despesas financeiras, e nos demais anos contribui com a totalidade.

A dependência financeira da empresa oscila de 11,8% a 28,5% sendo que em 2004 havia 40,4% do endividamento no curto prazo. Nos demais períodos, o endividamento de curto prazo fica na faixa de 73,7% a 100%. O passivo exigível total teve representatividade entre 13,4% a 39,9% sobre o capital próprio. No ano de 2006, a dependência financeira da empresa era de 17,3%, representando 20,9% sobre o capital próprio. Deste endividamento, 84,1% era de curto prazo.

O giro do ativo oscilou entre 1,2 e 2,4 vezes por ano, ou seja, entre 148 e 305 dias. Em 2006 o tempo que o ativo demorava em girar era de 256 dias (72,6% maior que o do ano 2000) em decorrência do aumento no prazo médio de estocagem e recebimento e também impactado pela redução nas vendas.

Os índices de imobilização do patrimônio líquido e de recursos não correntes apresentam crescimento no período de 128% e 120,6%, respectivamente, comparando-se o ano de 2006 ao ano 2000. Em 2006, a imobilização do patrimônio líquido era de 48,1% e a imobilização dos recursos não correntes de 46,6%.

A alavancagem financeira ocorreu em três períodos, porém muita próxima a 1,0. Já a alavancagem operacional não ocorreu, pois tanto lucro operacional quanto vendas apresentaram variações negativas no período examinado.

O coeficiente de *overtrading* aponta para uma capacidade do capital circulante líquido em financiar as vendas entre 126 e 167 dias, sendo que o índice do ano 2006 ficou em 135 dias. A empresa não esteve sob risco de insolvência no período, tampouco esteve sob o efeito tesoura. O capital de giro representou 43,3% a 61,4% do ativo total e a taxa de crescimento sustentável foi positiva em todos os períodos, com exceção ao ano 2002 onde não houve crescimento. Já o índice de cobertura de juros calculado a partir do lucro operacional, contribui para a totalidade dos juros e despesas financeiras nos anos 2000 e de 2003 a 2006, sendo que em 2001 e 2002 não há cobertura devido ao prejuízo registrado naqueles exercícios.

A análise da DOAR revela que, nos períodos em que houve lucros, 79,5% das origens de recursos provem deles. Quanto às aplicações realizadas pela empresa, durante 3 exercícios as origens de recursos não foram suficientes para financiá-las, das quais 16,6% se destinaram ao imobilizado e 29,1% se referem a distribuição de lucros. Em relação ao montante de lucros, a distribuição representa 82,2%.

#### 4.1.11 Dakota Nordeste S/A

Os indicadores da Dakota Nordeste S/A estão demonstrados na Tabela 27.

**Tabela 27: Indicadores de desempenho da Dakota Nordeste S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	4,7	4,4	4,5	5,4	4,3	3,5	3,6
	Liquidez geral	2,4	2,2	2,1	2,3	2,1	1,8	2,6
	Varição do estoque de liquidez	6,1%	19,7%	-6,6%	13,9%	-	4,8%	-14,0%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	62	76	89	84	78	91	67
	Prazo médio de recebimento (dias)	116	124	121	109	101	118	91
Lucratividade	Margem bruta	26,1%	24,0%	26,0%	29,2%	23,9%	24,0%	27,0%
	Margem líquida	6,8%	4,2%	3,1%	7,0%	5,7%	6,0%	9,7%
	Margem operacional	6,2%	3,8%	3,4%	9,3%	6,9%	8,0%	12,8%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	8,7%	4,6%	4,2%	13,2%	9,6%	8,8%	16,3%
	Retorno sobre patrimônio líquido	9,9%	6,2%	5,9%	18,5%	15,0%	13,3%	21,6%
	Valor econômico agregado	-7.599	-15.052	-11.202	-4.472	-2.787	-2.198	2.004
	Índice de desempenho empresarial	8,5%	5,0%	4,4%	12,9%	10,1%	9,4%	15,9%
EBITDA	Cash flow	8,5%	5,8%	5,8%	13,8%	11,7%	10,7%	16,6%
	Margem do EBITDA	8,6%	6,1%	5,6%	11,0%	8,8%	10,2%	14,6%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	680,8%	299,9%	273,1%	666,8%	443,1%	393,4%	1448,8%
Endividamento	Composição do endividamento	48,5%	48,4%	43,1%	42,1%	48,4%	51,2%	58,0%
	Dependência financeira	37,4%	39,3%	39,2%	35,8%	38,1%	40,6%	30,7%
	Participação do capital terceiros	59,8%	64,8%	66,7%	55,8%	61,5%	68,9%	44,3%
Estrutura	Giro do ativo	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	1,1	1,3
	Giro do ativo - dias	256	296	292	253	257	326	283
	Imobilização do patrimônio líquido	17,8%	23,0%	29,0%	26,7%	33,2%	45,0%	28,5%
	Imobilização dos recursos não correntes	13,6%	17,2%	21,0%	20,2%	25,2%	33,7%	24,0%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	1,1	1,3	1,4	1,4	1,6	1,5	1,3
	Grau de alavancagem operacional	<u>5,4</u>	-1,7	<u>5,5</u>	7,8	0,6	-1,3	-0,7
	Grau de alavancagem total	<u>6,2</u>	-2,3	<u>7,6</u>	10,9	1,0	-1,9	-1,0
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	1,72	1,80	2,23	2,14	2,43	1,98	2,78
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	210	200	162	168	148	182	130
	Capital de giro	44,1%	45,6%	54,9%	54,5%	63,0%	55,1%	51,1%
	Taxa de crescimento sustentável	7,5%	4,7%	4,5%	14,1%	11,4%	10,2%	16,5%
	Previsão de insolvência	-14,33	-12,18	-11,00	-12,77	-8,86	-7,22	-7,68
	Efeito tesoura	59.188	39.804	7.462	21.430	-2.836	-2.652	-3.539
	Índice de cobertura de juros	487,8%	188,6%	168,6%	561,5%	344,8%	308,3%	1272,0%

A Dakota Nordeste S/A como empresa controlada da Dakota S/A, da mesma forma que a controladora apresentou solvência em todo o período examinado. Verifica-se na Tabela 27 que a liquidez corrente da empresa ficou entre 3,50 e 5,40, encerrando o ano 2006 com índice de 4,70 (32% superior ao índice do ano 2000).

A liquidez geral, embora em níveis menores que a liquidez corrente, ficou entre 1,80 e 2,60 encerrando 2006 com um índice de 2,40, ou seja, 9% menor que no ano 2000. Já a variação do estoque de liquidez, indica o aumento das disponibilidades em 4 períodos, redução em 2 e estabilidade em 1 período. A liquidez da empresa foi impactada pelo aumento do saldo de ativos e passivos comparando-se o ano 2006 com o ano 2000. Os ativos financeiros de curto prazo cresceram 24 vezes e a conta clientes 2,3 vezes, enquanto que o passivo financeiro cresceu 3 vezes e o operacional 2,6 vezes.

Do crescimento da conta clientes desproporcional ao crescimento das vendas se origina o aumento de 27% no prazo médio de recebimento (25 dias a mais em 2006 em relação ao ano 2000). Já o prazo médio de estocagem, que oscilou entre 62 e 91 dias, chegou ao final do período examinado com 5 dias a menos que o prazo médio do ano 2000, ou seja, 7% menor.

A empresa mostrou lucratividade em todo o período, obtendo margem bruta entre 23,9% e 29,2%, com mediana de 26%. A margem líquida ficou entre 3,1% e 9,7% com mediana de 6% e a margem operacional entre 3,4% a 12,8% com mediana de 6,9%. A proximidade entre margem operacional e margem líquida em alguns períodos se dá pelo equilíbrio entre o resultado financeiro positivo em relação ao valor dos impostos sobre o lucro.

Tanto o retorno sobre o ativo quanto o retorno sobre o patrimônio líquido e o índice de desempenho empresarial demonstram tendência de recuperação das perdas de margens ocorridas no período em relação ao ano inicial. O retorno sobre o ativo oscilou de 4,2% a 16,3% e chegou a 2006 com índice de 8,7, registrando uma queda de 46,5% em relação ao ano 2000. O retorno sobre o patrimônio líquido em 2006 (9,9%) era 54,4% menor que o ano 2000 (21,6%), tendo o menor retorno ocorrido em 2004 com 5,9%. Salienta-se ainda que as receitas financeiras superiores as respectivas despesas propiciam, nos anos de 2006 e 2005, um retorno total sobre o capital investido maior do que o retorno operacional.

Por sua vez, o índice de desempenho empresarial ficou entre 4,4% e 15,9%, registrando no período 2006 um retorno de 8,5%, o qual ficou 46,6% aquém do índice registrado no ano 2000. Já o valor econômico agregado revela que somente no ano 2000 o lucro operacional foi maior que o custo de oportunidade estipulado. Nos demais o custo de oportunidade teria proporcionado uma lucratividade aproximada de 56% a mais em relação ao lucro operacional.

As margens do EBITDA revelam geração de caixa positiva, porém com redução de margem de ganhos comparado-se 2006 ao ano 2000, tendo em vista as variações do lucro

operacional. O EBITDA sobre o ativo variou entre 5,8% e 16,6% e a margem sobre vendas entre 5,6% e 14,6%. Em 2006 o primeiro índice era de 8,5% e o segundo 8,6%, respectivamente. O índice de cobertura de juros revela que o EBITDA era suficiente para cobrir 100% dos juros e despesas financeiras.

A dependência financeira da empresa esteve entre 30,7% e 40,6%. No curto prazo estavam de 42,1% a 58% das obrigações para com terceiros. Relacionando-se o endividamento com o capital próprio verifica-se que o capital de terceiros representava entre 44,3% e 68,9%. De 2000 a 2006 houve alterações no perfil do endividamento da empresa, reduzindo as dívidas de curto prazo em 16,4% e aumento nas dívidas de longo prazo em 35%, incrementando em 21,9% a dependência financeira da empresa em relação ao capital de terceiros.

O giro do ativo permaneceu na faixa de 1,1 a 1,4 vezes por ano, representando uma variação de 73 dias. A imobilização do patrimônio líquido que em 2006 era de 17,8%, teve mediana de 28,5%, mas atingiu índice de até 45%. Em relação aos recursos não correntes, a imobilização oscilou entre 13,6% e 33,7%, tendo em vista que os recursos de terceiros de longo prazo representavam entre 18% e 37% do capital próprio.

A alavancagem financeira foi positiva em todo o período, pressupondo-se ganhos obtidos com a utilização de recursos de terceiros. Porém a alavancagem operacional, bem como a alavancagem total, ocorreu somente nos anos de 2003 e 2006.

Analisando o coeficiente de *overtrading*, percebe-se que a empresa incrementou o capital circulante líquido para o financiamento das vendas em 61,9% (ano 2006 em relação ao ano 2000), passando de 130 dias para 210 dias. O capital de giro da empresa representou entre 44,1% a 63% do ativo total e a taxa de crescimento sustentável oscilou entre 4,5% e 16,5%. O lucro operacional apresentou capacidade de cobertura dos juros e despesas financeiras em todo o período e, mesmo estando sob o efeito tesoura nos anos de 2000 a 2002, a empresa não apresentou tendências à insolvência.

As origens dos recursos superaram as aplicações em 6 exercícios examinados, sendo que em 2004 ocorreu o inverso. Conforme demonstrado na DOAR, 26,6% das origens são formadas pelos lucros dos períodos, dos quais, 52,7% foram distribuídos. Das aplicações totais, 23,4% se destinaram ao imobilizado da empresa e 33,7% se referem à distribuição de lucros.

#### 4.1.12 Grendene S/A

Os indicadores da Grendene S/A estão demonstrados na Tabela 28.

**Tabela 28: Indicadores de desempenho da Grendene S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	4,5	6,0	4,6	6,7	0,1	3,0	12,4
	Liquidez geral	2,8	3,1	2,7	3,1	0,2	0,3	34,7
	Variação do estoque de liquidez	10,1%	14,3%	8,9%	26,9%	-0,4%	0,5%	-
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	63	67	73	89	0	0	1249
	Prazo médio de recebimento (dias)	98	95	84	83	0	0	4806
Lucratividade	Margem bruta	44,3%	41,4%	41,7%	48,6%	-	-	-
	Margem líquida	12,3%	7,3%	5,9%	35,4%	-	-	-
	Margem operacional	16,7%	12,6%	14,1%	24,1%	-	-	-11888,3%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	26,0%	19,4%	23,9%	39,3%	-25,8%	-18,5%	-19,9%
	Retorno sobre patrimônio líquido	19,5%	16,3%	22,7%	23,1%	-2,3%	-1,8%	-3,1%
	Valor econômico agregado	41.230	-19.787	50.315	1.721	-84.148	-64.845	-47.091
	Índice de desempenho empresarial	19,3%	14,3%	17,5%	32,6%	-	-	-
EBITDA	Cash flow	16,0%	14,1%	19,2%	31,9%	-1,9%	-1,6%	-2,2%
	Margem do EBITDA	19,2%	15,1%	16,4%	41,4%	-	-	-
	Índice de cobertura de juros	175,6%	151,5%	165,4%	492,2%	-19,0%	-69,0%	-1035,5%
Endividamento	Composição do endividamento	61,1%	50,4%	58,7%	46,8%	100,0%	4,9%	100,0%
	Dependência financeira	30,8%	26,3%	29,7%	24,2%	13,3%	11,5%	0,1%
	Participação do capital terceiros	44,6%	35,7%	42,2%	31,9%	15,4%	12,9%	0,1%
Estrutura	Giro do ativo	1,6	1,5	1,7	1,6	-	-	-
	Giro do ativo - dias	231	234	213	220	-	-	-
	Imobilização do patrimônio líquido	20,9%	26,2%	29,2%	32,1%	112,3%	109,1%	96,8%
	Imobilização dos recursos não correntes	17,8%	22,2%	24,9%	27,5%	112,3%	97,1%	96,8%
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	0,8	0,8	1,0	0,6	0,1	0,1	0,2
	Grau de alavancagem operacional	-503,3	1,6	0,1	-	-	0,2	-
	Grau de alavancagem total	-378,1	1,3	0,1	-	-	-	-
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	1,46	1,73	2,30	1,18	-	-	0,04
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	246	208	156	306	-	-	9247
	Capital de giro	29,5%	27,3%	34,8%	43,6%	1,2%	1,2%	1,1%
	Taxa de crescimento sustentável	0,9%	0,6%	129,1%	1,9%	-0,1%	-0,1%	-0,2%
	Previsão de insolvência	-14,46	-15,26	-13,37	-11,19	-9,64	-9,56	-9,46
	Efeito tesoura	521.854	458.826	284.953	186.412	-66.510	-234	-194
	Índice de cobertura de juros	152,8%	126,1%	142,6%	285,8%	-20,1%	-73,9%	-1082,4%

A empresa Grendene S/A passou por um período de reestruturação até o ano de 2003, quando incorporou a Grendene Calçados S/A. A incorporada passou a ter essa razão social a partir de janeiro de 2002, ocasião em que a Grendene Sobral S/A incorporou a Empresa de

Calçados Grendene Ltda e a Grendene Industrial de Calçados Ltda. Dessa forma, justifica-se a ausência de informações sobre alguns índices da Tabela 28 e no decorrer da análise.

Pela análise da liquidez corrente, se verificam variações entre 0,10 a 12,40, com mediana de 4,60 e o índice de 2006 foi de 4,50. Em 2002 houve queda da liquidez pela captação de empréstimos que tornaram o passivo circulante aproximadamente 10 vezes superior ao ativo circulante. A partir de 2003 quando a empresa assumiu os ativos e passivos das controladas, esta situação foi revertida.

Com a liquidez geral ocorreu fato semelhante à liquidez corrente, porém além do empréstimo de curto prazo de 2002, havia também um empréstimo de longo prazo em 2001, o que tornava o capital de terceiros 3,4 vezes maior que a soma dos ativos de curto e de longo prazo. A redução da liquidez quando comparadas liquidez corrente com liquidez geral se dá pelos empréstimos de longo prazo. Quanto à variação no estoque de liquidez, a partir da reestruturação, o aumento das disponibilidades passou a oscilar entre 10,1% e 26,9%.

Do ano 2000 ao ano 2002, a empresa não manteve estoques. Em 2000 efetuou pequenas vendas e em 2001 e 2002 estas inexisteram, pois as operações eram realizadas pelas controladas. Dessa forma, ignoram-se os prazos médios de estocagem e de recebimento do ano 2000 ao ano 2002. A partir de 2003 a empresa apresenta tendência de redução no prazo médio de estocagem (89 dias em 2003 contra 63 dias em 2006), porém em relação ao prazo médio de recebimento aumentou (83 dias em 2003 contra 98 dias em 2006). O primeiro se deu em decorrência da redução do saldo de estoques e o segundo em razão do aumento do saldo da conta clientes diferentemente das variações nas vendas, indicando maior prazo concedido aos clientes.

A ausência de atividade até o ano 2002 (tendo a empresa somente despesas operacionais, resultados financeiros e de equivalência patrimonial) não permite apurar margens de lucratividade. A partir de 2003 se verifica margem bruta na faixa de 41,4% a 48,6%; margem líquida de 5,9% a 35,4% e margem operacional de 12,6% a 24,1%.

Embora com vendas decrescentes, a redução dos custos e despesas operacionais em maior escala que as vendas, permitiu um lucro operacional crescente em relação às vendas, melhorando os índices de lucratividade, rentabilidade e retorno. Em relação à margem líquida, em 2003 houve impacto principalmente de resultados da equivalência patrimonial.

Os índices de rentabilidade e retorno indicam que a aplicação do ativo operacional rendeu de 19,4% a 39,3% (retorno sobre o ativo), e o capital investido obteve de 16,3% a 23,1% (retorno sobre o patrimônio líquido). Se considerados os resultados da equivalência patrimonial e financeiros, tem-se um retorno total sobre o capital investido maior no ano 2003

e menor nos anos seguintes, quando comparado ao retorno calculado a partir do resultado operacional. O índice de desempenho empresarial variou entre 14,3% e 32,6%.

O lucro operacional também excedeu o custo de oportunidade estimado nos anos de 2003, 2004 e 2006. Em 2005 para atingir o custo de oportunidade estimado, a empresa necessitaria de um incremento de 14% no lucro operacional.

A margem do EBITDA sobre vendas revela a capacidade de geração de caixa operacional entre 15,1% a 41,4%, o que representa de 14,1% a 31,9% do ativo total. Já o índice de cobertura de juros indica que o EBITDA contribui para saldar 100% dos juros e despesas financeiras no período 2003 a 2006.

O endividamento da empresa era praticamente inexistente em 2001, quando a dependência financeira de capital de terceiros representava 0,1% do ativo total, sendo 100% de curto prazo. Em 2001 houve empréstimo de longo prazo, passando o capital de terceiros a representar 12,9% do patrimônio líquido ou, 11,5% do ativo (sendo 4,9% empréstimos de curto prazo). Em 2002 havia somente empréstimos de curto prazo e a partir a incorporação das controladas houve passivos financeiros e operacionais.

Desde então, a dependência financeira passou de 24,2% a 30,8% e o capital de terceiros de curto prazo foi de 46,8% para 61,1%. Em relação ao patrimônio líquido o capital de terceiros foi de 31,9% para 44,6%.

O giro do ativo de 2003 a 2006 ficou entre 1,5 e 1,7 vezes por ano (21 dias de oscilação). Em 2006 a rotatividade do ativo em relação às vendas era de 231 dias. Já a imobilização do capital próprio ficou entre 96,8% e 112,3% no período pré-reestruturação e entre 20,9% e 32,1% após o processo. Se relacionado aos recursos não correntes, no período pós-reestruturação a imobilização atingiu de 17,8% até 27,5%.

Em relação à alavancagem financeira e operacional, verifica-se que a empresa entrou em aparente fase de estagnação da atividade evidenciada pela manutenção do nível de vendas em alguns períodos ou pela redução em outros. Somente em 2004 houve registro de variação positiva nas vendas.

Ainda em relação ao quesito solvência, a empresa esteve sob o efeito tesoura de 2000 a 2002, mas não apresentou risco de crédito segundo o modelo aplicado e também por meio do teste do coeficiente de *overtrading*, que indica a capacidade do capital circulante líquido de financiar as vendas por 246 dias no ano 2006. A menor capacidade foi de 156 dias 2004 e a maior de 306 dias em 2003. Do ano 2000 a 2002 foi ignorado este índice pelas razões já expostas.

O capital de giro da empresa representava de 1,1% a 1,2% do ativo do ano 2000 a 2002 e de 27,3% a 43,6% do ano 2003 a 2006. As taxas de crescimento indicam ausência de crescimento sustentável de 2000 a 2002, crescimentos de até 2% em 2003, 2005 e 2006 e taxa relevante de 129% em 2004. O lucro operacional contribui para a cobertura dos juros e despesas financeiras nos anos de 2003 a 2006.

Pela análise da demonstração das origens e aplicações de recursos, verifica-se que as origens excedem as aplicações em 5 períodos e são inferiores nos demais. Das aplicações totais no período 2000 a 2006, 22,5% foram destinadas ao imobilizado e 54,7% a distribuição de lucros. Em relação às origens, os lucros representam 42,9%, dos quais 61,5% foram distribuídos.

#### 4.1.13 São Paulo Alpargatas S/A

Os indicadores da São Paulo Alpargatas S/A estão demonstrados na Tabela 29.

**Tabela 29: Indicadores de desempenho da São Paulo Alpargatas S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	4,0	3,9	3,5	3,1	2,3	2,6	2,2
	Liquidez geral	1,8	1,7	1,7	1,5	1,4	1,5	1,6
	Varição do estoque de liquidez	-4,3%	10,1%	4,2%	-0,2%	3,4%	-3,6%	2,4%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	43	43	44	47	53	54	52
	Prazo médio de recebimento (dias)	54	52	58	67	65	58	55
Lucratividade	Margem bruta	47,1%	44,9%	41,3%	37,6%	36,7%	37,3%	38,6%
	Margem líquida	10,4%	15,6%	10,9%	11,0%	7,3%	5,5%	12,0%
	Margem operacional	13,6%	13,2%	7,2%	4,0%	3,4%	3,2%	5,2%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	28,7%	27,3%	12,4%	5,7%	4,5%	4,6%	8,2%
	Retorno sobre patrimônio líquido	23,1%	22,6%	11,7%	6,0%	5,0%	4,5%	7,5%
	Valor econômico agregado	57.556	23.846	-22.559	-83.683	-60.982	-53.185	-37.541
	Índice de desempenho empresarial	20,7%	21,8%	11,7%	7,6%	5,6%	4,9%	9,2%
EBITDA	<i>Cash flow</i>	17,5%	16,8%	10,2%	6,6%	6,1%	6,0%	8,1%
	Margem do EBITDA	15,8%	15,8%	10,3%	7,6%	7,1%	6,7%	8,6%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	987,6%	678,7%	419,3%	330,9%	86,1%	132,0%	187,7%
Endividamento	Composição do endividamento	41,8%	39,5%	41,3%	38,8%	49,2%	43,6%	59,6%
	Dependência financeira	33,6%	36,7%	38,8%	39,5%	44,1%	38,1%	35,0%
	Participação do capital terceiros	50,7%	58,1%	63,4%	65,3%	78,9%	61,6%	53,8%
Estrutura	Giro do ativo	2,1	2,1	1,7	1,4	1,3	1,4	1,6
	Giro do ativo - dias	170	174	209	256	272	255	227
	Imobilização do patrimônio líquido	57,7%	57,5%	58,4%	65,8%	67,5%	67,6%	66,2%
	Imobilização dos recursos não correntes	44,6%	42,5%	42,6%	47,0%	48,2%	50,2%	54,4%

continua ...

... continuação

	Grau de alavancagem financeira	0,8	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	1,3	7,6	9,0	-25,7	3,9	26,9	-4,9
	Grau de alavancagem total	1,0	6,3	8,5	-27,3	4,3	26,6	-4,5
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	3,22	3,11	3,08	3,39	3,66	3,82	4,17
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	112	116	117	106	98	94	86
	Capital de giro	19,5%	14,7%	20,6%	19,1%	15,4%	16,9%	13,0%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	13,9%	15,1%	7,3%	4,0%	3,8%	2,9%	5,7%
	Previsão de insolvência	-14,46	-15,26	-13,37	-11,19	-9,64	-9,56	-9,46
	Efeito tesoura	254.015	277.926	171.000	107.216	92.476	70.515	80.374
	Índice de cobertura de juros	849,1%	566,6%	294,0%	175,4%	41,0%	63,6%	113,1%

Evidencia-se na Tabela 29 que os índices de liquidez corrente da empresa cresceram 76% de 2000 a 2006, passando de 2,20 para 4,00. No mesmo período, a liquidez geral oscilou entre 1,40 e 1,80 registrando crescimento de 13% no ano 2006 em relação ao ano 2000. Quanto à variação do estoque de liquidez, em 2001, 2003 e 2006 houve redução no nível de disponibilidades. A oscilação no período ficou entre -4,3% e 10,1% com mediana de 2,4%.

Os índices de liquidez foram impactados pelas vendas crescentes ou pela manutenção dos níveis do ano anterior, pelo aumento das obrigações junto a terceiros e pelo aumento de disponibilidades mediante o incremento em suas receitas financeiras.

O prazo médio de estocagem no período examinado ficou na faixa de 43 a 54 dias e o prazo médio de recebimento de 52 a 67 dias. Em 2006 eram de 43 e 54 dias, respectivamente. O crescimento do saldo da conta estoques em menor escala que o crescimento das vendas indica a tendência de redução do nível de estoques, ao passo que o prazo médio de recebimento manteve certa estabilidade no período, com exceção dos períodos 2002 e 2003, quando ultrapassou a barreira dos 60 dias.

A lucratividade manteve-se em todo o período sob exame, registrando margem bruta entre 36,7% e 47,1%; margem líquida entre 5,5% e 15,6% e margem operacional entre 3,2% e 13,6%. Observa-se que o custo dos produtos vendidos cresce menos que as vendas e, as despesas operacionais líquidas, embora cresçam em percentuais maiores, tem seu crescimento totalmente absorvido pela redução dos custos de produção.

A melhoria da lucratividade reflete também nos índices de rentabilidade e retorno. O retorno sobre o ativo oscilou de 4,5% a 28,7% no período; o retorno sobre o patrimônio líquido de 4,5% a 23,1% e o índice de desempenho empresarial de 4,9% a 21,8%. Até 2003 os índices foram abaixo de 10%, em 2004 próximos a 10% e em 2005 e 2006 acima de 20%. Estes índices foram impactados pelo lucro operacional que evoluiu até 2004 de forma gradativa, praticamente dobrando no ano 2005 em relação a 2004. Além disso, os resultados

da equivalência patrimonial, positivos até o ano 2005; as receitas financeiras superiores às respectivas despesas, exceto nos anos 2002 e 2004; e o resultado não operacional positivo, com exceção aos anos 2003 e 2005; impactam o resultado do exercício, proporcionando um retorno total sobre o capital investido superior ao retorno operacional até o ano de 2005, ocorrendo o inverso no ano 2006.

O valor econômico agregado indica que o custo de oportunidade estimado supera o lucro operacional de 2000 a 2004. Já em 2005 e 2006 o lucro operacional foi superior. Para que o lucro operacional atingisse o custo de oportunidade, necessitaria de um incremento de 125%.

Os indicadores do EBITDA oscilaram entre 6,0% e 17,5% em relação ao ativo e entre 6,7% e 15,8% em relação às vendas líquidas. Comparando-se 2006 ao ano 2000, o *cash flow* cresceu 115% e a margem do EBITA 84,4%. Com exceção a 2002, quando o EBITDA contribui parcialmente para a cobertura dos juros e despesas financeiras, nos demais exercícios contribuiu para a cobertura total.

A dependência financeira da empresa esteve entre 33,6% e 44,1% composta por 38,8% a 59,6% de capitais de curto prazo. O capital de terceiros representou de 50,7% a 78,9% do valor do capital próprio.

O giro do ativo cresceu no decorrer do período examinado, chegando a 2006 com 2,1 vezes por ano, ou seja, 170 dias para cada giro. O índice de imobilização dos recursos de longo prazo aponta que entre 42,5% e 54,4% foram destinados a ativos permanentes. A imobilização do patrimônio líquido ficou 57,5% e 67,6%.

O grau de alavancagem demonstra que a empresa teve pequena alavancagem financeira nos anos de 2002 e 2003 e alavancagem operacional e total em 2002 e de 2004 a 2006. Nos demais períodos houve perda de valor ou estabilidade da empresa.

Pela análise do coeficiente de *overtrading* verifica-se que o capital circulante líquido pode financiar as vendas em até 112 dias (ano 2006), sendo que em relação ao ano 2000, essa capacidade melhorou em 29,4%. A empresa também não esteve sob o efeito tesoura, tampouco apresentou risco de insolvência no decorrer do período sob exame. Com exceção aos períodos 2001 e 2002, quando contribuiu parcialmente, o lucro operacional contribui para a cobertura total dos juros e despesas financeiras nos demais períodos.

Quanto à análise das origens e aplicações de recursos, é evidenciada a superioridade das origens ante as aplicações realizadas, das quais 34,7% se referem ao imobilizado e 29,2% a distribuição de lucros. Em relação às origens de recursos, o montante de lucros auferidos no período de 2000 a 2006 representa aproximadamente 55,8%, sendo distribuídos 36,3%.

#### 4.1.14 Vulcabrás S/A

Os indicadores da Vulcabrás S/A estão demonstrados na Tabela 30.

**Tabela 30: Indicadores de desempenho da Vulcabrás S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	2,0	0,9	0,2	0,7	-	0,1	0,2
	Liquidez geral	1,2	0,4	0,5	0,9	0,3	0,6	0,3
	Variação do estoque de liquidez	-	-	-	-	-0,3%	-0,2%	-0,3%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	6	2	2	4	38	93	251
	Prazo médio de recebimento (dias)	608	718	641	395	94	121	105
Lucratividade	Margem bruta	-20,6%	-21,7%	-22,8%	-19,4%	-20,0%	-35,3%	-35,7%
	Margem líquida	37153,6%	14721,7%	8889,2%	4084,1%	-9789,3%	7660,9%	-3253,8%
	Margem operacional	265,6%	-1886,6%	-3237,4%	3362,5%	-9073,2%	6123,9%	-1490,3%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	2,2%	-41,8%	-98,6%	98,1%	-122,3%	68,0%	-51,3%
	Retorno sobre patrimônio líquido	0,4%	-6,8%	-41,4%	-	-	-	-
	Valor econômico agregado	-23.300	-22.676	-17.482	-	-	-	-
	Índice de desempenho empresarial	12385,4%	4891,0%	2916,4%	1394,1%	-	-	-
EBITDA	Cash flow	0,5%	-5,1%	-25,4%	81,4%	-118,3%	69,8%	-41,5%
	Margem do EBITDA	455,5%	-1794,7%	-3143,3%	3474,7%	-8791,7%	6552,7%	-1319,7%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	86,1%	-721,5%	-1746,3%	1596,7%	-1865,7%	44655,6%	-98,9%
Endividamento	Composição do endividamento	54,4%	30,8%	22,4%	12,0%	8,5%	13,5%	3,9%
	Dependência financeira	11,2%	17,3%	28,7%	66,9%	302,5%	138,5%	235,9%
	Participação do capital terceiros	12,6%	20,9%	40,2%	202,2%	-	-	-
Estrutura	Giro do ativo	-	-	-	-	-	-	-
	Giro do ativo - dias	-	-	-	-	-	-	-
	Imobilização do patrimônio líquido	97,4%	111,7%	120,3%	129,1%	-	-	-
	Imobilização dos recursos não correntes	92,1%	97,6%	91,7%	46,5%	-	-	-
Alavancagem	Grau de alavancagem financeira	0,2	0,2	0,4	-	-	-	-
	Grau de alavancagem operacional	2,9	2,5	20,3	-2,3	-92,3	-	-
	Grau de alavancagem total	0,5	0,4	8,5	-	-	-	-
Demais	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	0,02	-0,94	-0,13	-1,05	-0,09	-0,11	-0,69
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	16899	-382	-2674	-343	-3985	-3424	-522
	Capital de giro	6,2%	-0,3%	-5,3%	-2,6%	-25,0%	-17,9%	-7,7%
	Taxa de crescimento sustentável	-	0,1%	1,0%	-	-	-	-
	Previsão de insolvência	-6,52	-3,60	1,43	27,30	59,10	36,29	39,46
	Efeito tesoura	1	1	12	5	4	41	30
	Índice de cobertura de juros	50,2%	-758,4%	-1798,6%	1545,2%	-1925,5%	41733,3%	-111,7%

A Vulcabrás S/A é controladora, dentre outras, da Vulcabrás do Nordeste S/A. Conforme consta no objeto social, as atividades da empresa compreendem o investimento em outras sociedades, a comercialização de calçados, entre outras. Além disso, percebe-se na leitura das demonstrações contábeis da empresa, que os investimentos representam em torno

de 85% do ativo total e que a controladora desenvolve basicamente atividades administrativas e financeiras.

Analisando-se as informações da Tabela 30, verifica-se que tanto os índices de liquidez corrente quanto de liquidez geral são inferiores a 1,00 do ano 2000 a 2005, ou seja, havia endividamento maior que os ativos a receber. Em 2006 houve liquidez corrente de 2,00 e liquidez geral de 1,00. A variação do estoque de liquidez ficou sempre próxima a zero em todo o período. O passivo circulante até 2005 era composto de 72% a 94% por provisões e em 2006 dividiu-se basicamente em 48% de dividendos a pagar e 46% de provisões. O passivo de longo prazo era composto basicamente por provisões, contingências e dívidas com pessoas ligadas.

Em função do volume reduzido de operações da controladora, o prazo médio de estocagem decresceu 98% de 2000 a 2006. Já o prazo médio de recebimento cresceu 480%. Porém, em 2006, se substituído o saldo médio de clientes e pelo saldo da conta clientes no exercício, o prazo reduz de 608 dias para 74 dias.

Quanto à lucratividade, a margem bruta apresentou-se negativa em todo o período revelando um custo dos produtos vendidos de 19,4% a 35,7% maior que as vendas líquidas. As margens líquida e operacional são distorcidas pelas despesas operacionais da controladora superiores as suas vendas e por ganhos de equivalência patrimonial. Por esta razão, ficam prejudicados os índices de rentabilidade e retorno e os índices do EBITDA, sendo que a empresa também apresentou passivo a descoberto do ano 2000 a 2002.

Ressalva-se, porém, que a empresa registrou prejuízos no exercício somente nos exercícios de 2000 e 2002, tendo sido lucrativa nos demais em função de resultados da equivalência patrimonial, resultados financeiros e não operacionais ou ainda outras receitas operacionais; revertendo o passivo a descoberto e conseqüentemente os prejuízos acumulados, obtendo retorno sobre o capital investido nos últimos anos.

Quanto ao cálculo do valor econômico agregado, a ausência de capital próprio originada pelo passivo a descoberto não permite conhecer este indicador para aquele período, pois não há alternativas de investimento dada a falta de capital para investir. Nos demais períodos, embora tenha sido possível o cálculo, se desconsidera o resultado obtido pelo fato da empresa ter a maior parte do seu capital investido em controladas e coligadas e não na atividade operacional própria.

Quanto aos índices de endividamento, a empresa reduziu sua dependência de capital de terceiros em 95,2%, passando de 235,9% em 2000 para 11,2% em 2006. O capital de

terceiros de curto prazo representa de 3,9% em 2000 a 54,4% em 2006. Na relação capital de terceiros versus capital próprio, o percentual passou de 40,2% em 2004 para 12,6% em 2006.

O cálculo do giro do ativo, do grau de alavancagem financeira, operacional e total ou ainda, efeito tesoura e coeficiente de *overtrading* é prejudicado. A imobilização dos recursos não correntes de 2003 a 2006 ficou entre 46,5% e 97,6% e em relação ao patrimônio líquido, o ativo permanente supera-o de 2003 a 2005, indicando a utilização de recursos de terceiros. Já em 2006 o índice cai para 97,4%. A empresa esteve com tendências de insolvência até 2004 revertendo essa situação em 2005 e 2006.

As aplicações em imobilizado existiram somente nos anos 2000 e 2006, representando, respectivamente, 0,2% e 0,4% das aplicações daqueles períodos, verificadas na DOAR. A distribuição de lucros ocorreu somente em 2006, único período em que a empresa apresenta saldo de lucros acumulados, representando 22,6% das aplicações. As origens dos recursos foram inferiores às aplicações em 2001, 2002 e 2004 e superiores nos demais períodos, sendo que nos períodos em que houve registro de lucros do exercício, estes representaram aproximadamente 58% das origens.

#### 4.1.15 Vulcabrás do Nordeste S/A

Os indicadores da Vulcabrás do Nordeste S/A estão demonstrados na Tabela 31.

**Tabela 31: Indicadores de desempenho da Vulcabrás do Nordeste S/A**

Grupo	Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Liquidez	Liquidez corrente	1,8	1,4	1,2	1,1	0,9	1,1	1,0
	Liquidez geral	1,2	1,0	0,8	0,5	0,6	0,6	0,5
	Varição do estoque de liquidez	14,7%	1,6%	0,8%	-0,4%	-1,2%	2,5%	1,2%
Atividade	Prazo médio de estocagem (dias)	51	64	62	60	62	73	44
	Prazo médio de recebimento (dias)	86	79	71	78	73	84	48
Lucratividade	Margem bruta	40,7%	37,1%	39,1%	35,3%	40,5%	42,8%	35,9%
	Margem líquida	6,9%	4,2%	4,0%	-5,0%	-21,3%	-0,4%	-16,5%
	Margem operacional	17,4%	16,6%	17,7%	15,0%	10,2%	19,7%	6,1%
Rentabilidade e Retorno	Retorno sobre ativo	23,2%	20,5%	24,6%	19,7%	14,3%	25,4%	14,0%
	Retorno sobre patrimônio líquido	43,8%	52,6%	147,6%	-	-	-	-
	Valor econômico agregado	43.117	32.169	45.156	-	-	-	-
	Índice de desempenho empresarial	24,6%	25,8%	58,7%	4,9%	-	-	-
EBITDA	<i>Cash flow</i>	23,7%	22,6%	26,3%	22,7%	18,3%	28,7%	23,1%
	Margem do EBITDA	21,6%	20,6%	21,0%	18,2%	13,3%	22,9%	10,3%
	Índice de cobertura de juros - EBITDA	223,5%	183,9%	184,5%	114,0%	53,4%	126,8%	47,1%

continua ...

... continuação

	Composição do endividamento	57,0%	61,1%	58,6%	46,0%	53,7%	45,4%	45,6%
Endividamento	Dependência financeira	57,2%	55,4%	75,7%	97,0%	118,6%	108,2%	126,6%
	Participação do capital terceiros	133,6%	124,2%	311,5%	3187,3%	-	-	-
	Giro do ativo	1,3	1,2	1,4	1,3	1,4	1,3	2,3
Estrutura	Giro do ativo - dias	269	291	259	273	257	280	158
	Imobilização do patrimônio líquido	77,8%	104,5%	177,3%	1578,4%	-	-	-
	Imobilização dos recursos não correntes	49,4%	70,4%	77,5%	86,7%	-	-	-
	Grau de alavancagem financeira	1,9	2,6	6,0	-	-	-	-
Alavancagem	Grau de alavancagem operacional	1,3	29,2	1,8	5,9	-1,3	14,4	-
	Grau de alavancagem total	2,4	75,2	11,0	-	-	-	-
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - rotação	4,31	10,04	12,73	49,21	-21,46	22,83	76,21
	Coefficiente de <i>overtrading</i> - dias	84	36	28	7	-17	16	5
	Capital de giro	27,9%	26,8%	37,4%	29,2%	31,3%	35,4%	44,7%
Demais	Taxa de crescimento sustentável	-4,5%	-147,9%	-157,4%	-	-	-	-
	Previsão de insolvência	-2,07	0,83	8,64	14,20	20,69	16,57	25,08
	Efeito tesoura	-1.795	-36.178	-68.893	-49.227	-50.624	-29.211	-35.607
	Índice de cobertura de juros	180,2%	148,1%	155,5%	93,7%	40,8%	109,1%	27,8%

Assim como a sua controladora, a empresa apresentou passivo a descoberto nos anos de 2000 a 2002, recuperando-se a partir do ano 2003 conforme demonstram os indicadores da Tabela 31.

Os índices de liquidez corrente ficaram próximos a 1,00 do ano 2000 a 2004, porém demonstrando tendência de crescimento constante a partir do ano 2002, único período que registrou ausência de liquidez. Já a liquidez geral apresentou oscilações entre 0,50 e 1,20, sendo que até o ano de 2004 a empresa não possuía liquidez.

Exemplos de contas que influenciaram nas alterações da liquidez, principalmente do ano 2006 em relação ao ano 2005, são a conta de clientes, com incremento de 57% e disponibilidades de 626%. As disponibilidades foram influenciadas pela captação de recursos de terceiros de curto prazo e de longo prazo superiores ao ano anterior em 33,5% e 61% respectivamente.

Em relação à variação do estoque de liquidez, dois períodos tiveram índices negativos, -1,2% em 2002 e -0,4% em 2003; quatro períodos apresentaram oscilações entre 0,8% e 2,5% (2000, 2001, 2004 e 2005) e em 2006 houve um incremento de 14,7% no estoque de liquidez. Esse percentual resulta do aumento das disponibilidades e aplicações financeiras de 2006 em 7,3 vezes em relação ao saldo ano de 2005.

O prazo médio de estocagem ficou entre 44 e 73 dias, encerrando o período examinado em 51 dias (14% superior ao ano 2000), indicando aumento no nível de estoques,

visto que a variação dos estoques não foi proporcional à variação dos custos de produção e às vendas.

O prazo médio de recebimento, por sua vez, ficou entre 48 dias (ano 2000) e 86 dias (ano 2006), sendo que após o ano 2000, o prazo médio esteve sempre acima de 70 dias. Pressupõe-se que a empresa mudou a política de crédito a clientes, visto que as variações desta conta foram desproporcionais às variações nas vendas.

De 2005 para 2006 percebe-se uma mudança no comportamento da empresa que conseguiu aumentar suas vendas em aproximadamente 21%; o lucro operacional em 28% e o lucro líquido em 99%. As margens de lucratividade denotam margem bruta entre 35,3% e 42,8% com mediana de 39,1%; margem operacional, entre 6,1% e 19,7% com mediana de 16,6% e; margem líquida entre -21,3% e 6,9%, sendo negativa de 2000 a 2003 e positiva nos demais. Essas variações registram que o comportamento das vendas não foi acompanhado pelas oscilações dos custos de produção e pelas demais despesas, pressupondo-se redução de custos e despesas fixas.

Por exemplo, nos anos 2000 e 2002 as despesas operacionais representavam aproximadamente 30% do valor das vendas, já nos demais períodos, representavam menos que 24%. Quanto a margem líquida negativa de 2000 a 2003, ocorreu pela ausência de receitas financeiras, não tendo o lucro operacional capacidade para suprir as despesas financeiras.

O retorno sobre o ativo oscilou entre 14% e 25,4% com mediana de 20,5%, influenciado pelo lucro operacional. Quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido, somente pode ser calculado a partir de 2004 quando não houve mais influência do passivo a descoberto (ausência de capital próprio), apresentando, de 2004 a 2006, índices de 147,6%, 52,6% e 43,8%, respectivamente. O índice de desempenho empresarial aponta margens entre 24,6% e 58,7%, nesse mesmo período. Ainda em relação ao capital investido, se analisado o retorno calculado a partir do resultado do exercício, este se mostra inferior ao retorno calculado a partir do resultado operacional em todos os períodos analisados, pois a empresa incorreu em resultados negativos da equivalência patrimonial, despesas financeiras e não operacionais superiores as receitas de mesma natureza.

Na análise do valor econômico agregado, assim como ocorreu na Vulcabrás S/A, desconsiderou-se o período com passivo a descoberto. Do ano 2004 ao ano 2006 verifica-se que a empresa atingiu atratividade maior na sua atividade operacional do que se tivesse investido seu capital ao custo de oportunidade estimado.

Os indicadores do EBITDA apresentam margens de 18,3% a 28,7% sobre o ativo e de 10,3% a 22,9% sobre as vendas líquidas, porém o EBITDA não foi suficiente para a cobertura de juros nos anos 2000 e 2002, e nos demais contribuiu para a cobertura da totalidade dos juros e despesas financeiras.

A dependência financeira da empresa do capital de terceiros foi de 55,4% a 100% (nos anos de passivo a descoberto), sendo que entre 45,4% e 61,1% eram capitais vencíveis no curto prazo. Mesmo nos períodos de patrimônio líquido positivo, os recursos de terceiros utilizados pela empresa eram maiores que o capital próprio investido.

O giro do ativo ficou entre 1,2 a 2,3 vezes por ano (de 158 a 291 dias), encerrando 2006 (269 dias) 71% pior que o giro do ano 2000. A imobilização dos recursos não correntes ficou entre 49,4% e 86,7%, percebendo-se que grande parte das captações de longo prazo destinou-se à atividade operacional da empresa.

Tanto a alavancagem financeira quanto operacional inexistiu por diversos períodos. A alavancagem financeira ocorreu a partir do ano 2004 (1,9 a 6), a alavancagem operacional em 2001, 2003, 2004 e 2006 (1,3 a 14,4) e a alavancagem total nos anos 2004 e 2006.

O coeficiente de *overtrading* indica uma melhora no perfil da empresa em 2006 registrando que o capital circulante líquido possui capacidade de financiar 84 dias de vendas, porém, ressalva-se que o prazo médio de recebimento para o mesmo período é de 86 dias, indicando a necessidade de recursos de terceiros para financiar as vendas no período que excede a capacidade do capital circulante líquido.

O ano de 2006 também é evidenciado pelo modelo de previsão como o período em que a empresa passa a não apresentar risco de insolvência. A análise do efeito tesoura ratifica os indicadores anteriores, pois a empresa, mesmo estando sob efeito tesoura, reduz significativamente a distância entre o capital circulante líquido e a sua necessidade de capital de giro.

O capital de giro representava entre 26,8% e 44,7% do ativo e a empresa não registrou crescimento sustentável no período. Já o índice de cobertura dos juros, calculado a partir do lucro operacional, indica que este possui capacidade de contribuir para a cobertura dos juros e despesas financeiras nos anos de 2001 e de 2004 a 2006.

Pela análise da demonstração das origens e aplicações de recursos, verifica-se que as origens de recursos foram inferiores às aplicações somente no ano 2002, sendo superiores nos demais. Nos períodos em que houve registro de lucros, estes representaram aproximadamente 10% das origens.

Das aplicações totais, 12% destinaram-se ao imobilizado. Nos períodos de 2005 e 2006 houve distribuição de lucros, que por sua vez representaram 14,6% das aplicações e 83,8% dos lucros dos referidos períodos.

#### 4.2 ANÁLISE DAS EMPRESAS POR GRUPO DE INDICADORES

No exame do índice-padrão de cada indicador, ao comparar a evolução dos indicadores, principalmente do ano 2000 em relação ao ano de 2006, observa-se que houve:

- a) estabilidade da liquidez corrente (2,20) e liquidez geral (de 1,80 para 1,90) e redução na variação do estoque de liquidez (de 1,2% para 0%). Verifica-se, assim, que os indicadores de liquidez permaneceram praticamente inalterados, e que os índices de variação no estoque de disponibilidades pressupõem que não houve restrições ao crédito em algum período;
- b) aumento do prazo médio de estocagem em 9 dias e de recebimento em 23 dias, demonstrando tendência de aumento dos níveis de estoque e do saldo de clientes de forma desproporcional às vendas;
- c) redução da margem bruta (de 27% para 21%) e operacional (de 5,3% para 0%) e aumento da margem líquida (de 2,6% para 6,1%), evidenciando que a redução da lucratividade operacional foi compensada por ganhos financeiros ou oriundos de outros investimentos realizados pelas empresas;
- d) redução das margens de rentabilidade (índice de desempenho empresarial de 12% para 3,6%; retorno sobre o ativo de 8,2% para 1,3%; retorno sobre o patrimônio líquido de 21,6% para 1,3%; valor econômico agregado de \$ 846 para -\$ 5.514), em virtude da redução da margem operacional;
- e) redução da margem do EBITDA (de 8,2% para 4,0%), do *cash flow* (de 9,2% para 1,5%) e do índice de cobertura de juros - EBITDA (de 96,7% para 86,1%), também afetados pela redução da margem operacional;
- f) aumento do endividamento de curto prazo (de 70,9% para 71,9%), estabilidade da participação do capital de terceiros (de 56,2% para 55,9%) como contrapartida da redução da dependência financeira (de 41,3% para 37,4%); o que demonstra o aumento dos recursos de terceiros em relação ao capital próprio, mas não em relação ao ativo total das empresa. Esse fato se explica, em parte, pelo aumento da imobilização de recursos não correntes e pela redução do lucro operacional;

- g) redução do giro do ativo (de 1,8 para 1,3 vezes por ano), ou seja, o ativo gira a cada 277 dias. Houve também, aumento da imobilização do patrimônio líquido (de 39,9% para 41,5%) e estabilidade da imobilização dos recursos não correntes (de 32,9% para 33%), indicando aumento da aplicação de recursos em bens do imobilizado, porém insuficientes para fomentar as vendas, ou ainda em estágio de instalação e desenvolvimento;
- h) redução do grau de alavancagem financeira (de 1,4 para 1,0) e redução do grau de alavancagem operacional e total (de -0,4 para -2,4), mostrando ausência de alavancagem pela geração de lucros e de alavancagem financeira;
- i) redução do coeficiente de *overtrading* (de 2,8 para 2,3), capital de giro (de 44,7% para 29,5%), previsão de insolvência (de -4,7 para -10,2) e taxa de crescimento sustentável (de 2% para 0%), índice de cobertura de juros (de 81% para 30,5%) e aumento do indicador do efeito tesoura (de \$ -194 para \$1.177), ou seja, houve melhora em relação a solvência das empresas (coeficiente de *overtrading*, previsão de insolvência, efeito tesoura) ao mesmo tempo em que houve queda no capital de giro e na taxa de crescimento pela retenção de recursos próprios.

Observa-se ainda pela análise do índice-padrão, do ano 2006 em relação ao ano 2000, que a relação entre liquidez, rentabilidade e endividamento em parte confirma a teoria, pois a manutenção dos indicadores de liquidez esteve associada à redução da dependência de recursos de terceiros e da rentabilidade em 46% da amostra. Das empresas analisadas, 33% apresentam aumento de liquidez, redução da margem operacional e redução da dependência financeira; 13% apresentam redução da liquidez e aumento da margem operacional e da dependência financeira e as demais apresentam situações diferenciadas.

A relação entre o indicador efeito tesoura (significa a empresa ter capital circulante líquido para suprir sua necessidade de capital de giro); endividamento de curto prazo; e imobilização de recursos próprios, embora não se apresente com clareza pela análise dos índices-padrão (houve aumento do endividamento de curto prazo), também emerge das análises.

No período examinado, 40% das empresas reduziram seu endividamento de curto prazo quando também reduziram o nível de imobilização dos recursos próprios e mostraram aumento da sobra de capital circulante líquido em relação à necessidade de capital de giro; em 20% ocorreu o inverso. Há ainda 20% delas que aumentaram o endividamento de curto prazo e a necessidade de capital de giro, enquanto que reduziram a aplicação de recursos próprios em imobilizações, compensados pelo aumento do uso de recursos de terceiros de longo prazo.

A análise revelou também diferentes tendências de desempenho econômico-financeiro das empresas para um mesmo período examinado, o que não permitiu vincular tal desempenho com a situação econômico-financeira vivida pelo setor ou identificar características comuns das empresas que expliquem tal comportamento. Por exemplo, enquanto os indicadores de liquidez corrente da Andreza cresceram de 2000 a 2006, os da Azaléia decresceram e os da Beira Rio ora cresceram e ora decresceram. Já os de liquidez geral apresentam crescimento ou decréscimo alternado ano a ano.

Além disso, a ausência de informações sobre a fatia da receita de vendas formada por exportações e por vendas no mercado nacional impossibilita uma análise mais efetiva do desempenho das empresas. Ficou prejudicada, por exemplo, a análise da influência das taxas de câmbio no resultado das empresas e a segregação da lucratividade de acordo com as vendas para o mercado externo e para o mercado interno.

#### 4.2.1 Indicadores de liquidez

##### a) Liquidez corrente

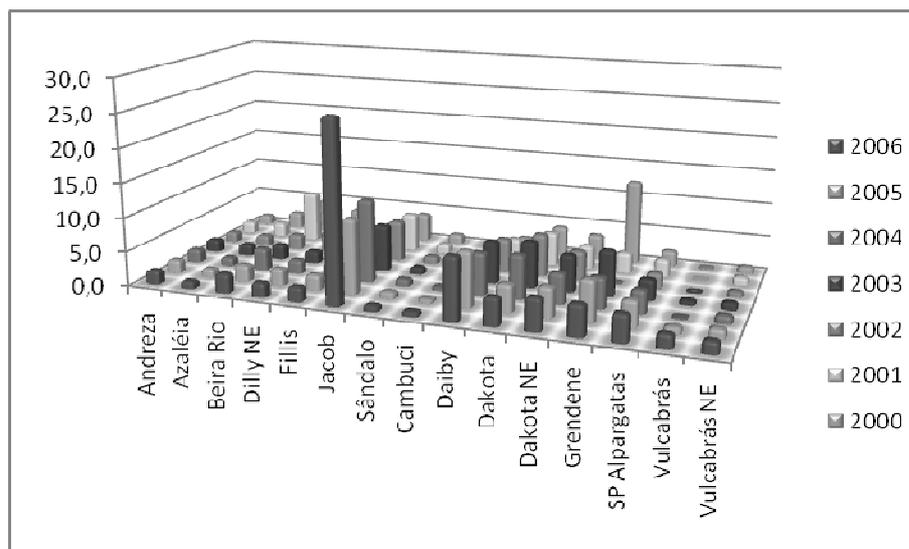
A análise da liquidez corrente evidencia a existência de empresas com ausência de liquidez e outras com relativo excedente de liquidez. O índice-padrão do período oscilou entre 2,00 e 2,60, conforme Tabela 32. A oscilação compreende o índice-padrão mínimo e máximo ocorrido no período de 2000 a 2006.

**Tabela 32: Liquidez corrente**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	0,7	0,6	0,2	0,5	-	0,1	0,2
1º Quartil	1,9	1,3	1,3	1,4	1,0	1,6	1,4
Índice-padrão	2,2	2,4	2,3	2,0	2,1	2,6	2,2
3º Quartil	4,3	4,2	4,5	5,8	3,8	3,5	4,0
Máximo	26,5	10,9	12,2	6,9	6,3	7,5	12,4
Valor típico	3,2	2,9	2,8	2,7	2,1	2,6	2,5

No confronto do índice-padrão com o valor típico, verifica-se que nos anos de 2001 e 2002, os valores são iguais para ambos os índices e, nos demais anos, o valor típico é superior em até 45,5% (ano 2006), evidenciando a diversidade de índices apresentados pelas empresas.

Verifica-se que 75% das empresas, identificadas pelo 3º quartil, atingem um pico máximo de 5,80, ocorrido no ano de 2003, ao passo que os índices mais expressivos oscilam entre 6,30 e 26,50, conforme pode ser visualizado na Figura 20.



**Figura 20: Liquidez corrente por empresa**

Percebe-se que 5 empresas atingiram índices acima do 3º quartil: Beira Rio, Daiby, Dakota, Grendene, Jacob. Dentre elas, Grendene, em 2000, e Jacob, de 2004 a 2006, superaram a faixa de 10,00. O destaque também é atribuído para as empresas que apresentaram, no período, índices abaixo de 1,00: Cambuci, Grendene, Sândalo, Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste.

#### b) Liquidez geral

Na análise da liquidez geral, verifica-se pela 33, que o índice-padrão ficou na faixa de 1,50 a 1,90, concentrando 75% das empresas em índices de até 3,10. Verifica-se, também, que há proximidade do índice-padrão com o valor típico em cinco períodos, sendo que nos outros dois (2000 e 2006), o valor típico é 39% e 37% superior, respectivamente.

**Tabela 33: Liquidez geral**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
1º Quartil	1,2	1,1	1,1	1,2	0,7	0,8	1,1
Índice-padrão	1,9	1,8	1,8	1,8	1,5	1,6	1,8
3º Quartil	2,6	2,6	2,7	2,8	2,2	2,3	3,1
Máximo	26,5	11,0	12,2	6,9	6,3	6,5	34,7
Valor típico	2,6	2,0	2,0	1,9	1,6	1,7	2,5

Assim como na liquidez corrente, na liquidez geral, Jacob e Grendene despontam para picos de alta liquidez, não acompanhados pelas demais empresas, ao passo que há outras com índices abaixo de 1,00 (Cambuci, Sândalo, Grendene, Vulcabrás, Vulcabrás do Nordeste).

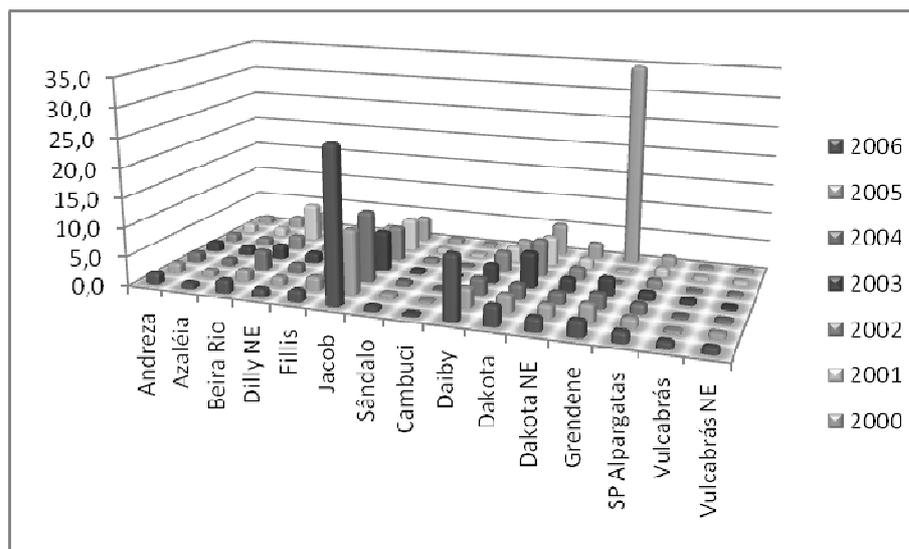


Figura 21: Liquidez geral por empresa

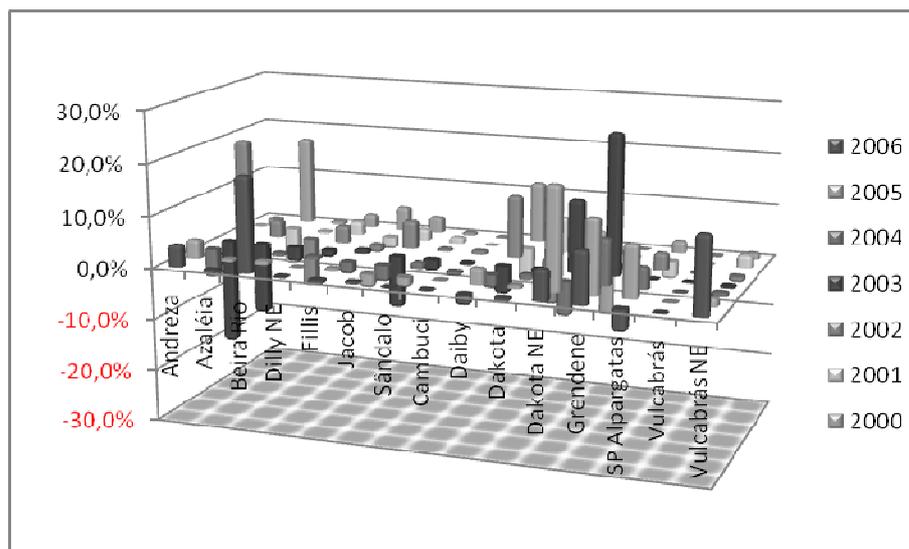
c) Variação do estoque de liquidez

A evolução, tanto da liquidez corrente quanto da liquidez geral, pode ser acompanhada também pela variação do estoque de liquidez, demonstrada na Tabela 34, cuja análise do índice-padrão, pressupõe que não houve restrição financeira no conjunto de empresas, ratificando Zani (2005), o índice ficou próximo ou acima de zero.

Tabela 34: Variação do estoque de liquidez

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-4,3%	-2,6%	-6,6%	-20,6%	-9,7%	-7,4%	-14,0%
1º Quartil	-0,8%	0,1%	-2,6%	-4,2%	-0,8%	-1,5%	0,1%
Índice-padrão	-	0,6%	-	-0,9%	0,5%	0,1%	1,2%
3º Quartil	5,2%	3,5%	0,8%	-0,1%	3,4%	2,4%	3,8%
Máximo	18,6%	19,7%	8,9%	26,9%	19,1%	7,0%	17,3%
Valor típico	2,2%	4,0%	0,9%	0,4%	1,3%	-0,7%	2,9%

Comparando-se o índice-padrão com o valor típico, percebe-se que ao passo que o primeiro esteve próximo a zero em aproximadamente todo o período, o segundo mostra variações positivas de até 4%, com exceção ao ano 2001, que apresentou valor típico negativo. Entre as empresas que atingiram variações positivas estão: Andreza, Azaléia, Beira Rio, Grendene, Vulcabrás, Dakota Nordeste. No entanto, em outros períodos elas atingiram também variações negativas, sem aparente restrição ao crédito: Andreza, Azaléia, São Paulo Alpargatas, Jacob, Dakota Nordeste, Beira Rio, Dakota, Daiby. As variações por empresa podem ser visualizadas na Figura 22.



**Figura 22: Variação do estoque de liquidez por empresa**

Das empresas analisadas, a Jacob apresenta um crescimento de 531% nos índices de liquidez, passando de 4,20 no ano 2000 para 26,50 no ano 2006. A empresa não possui empréstimos neste período e as aplicações financeiras de curto prazo representam 59,3% do ativo total do ano 2006. Por outro lado, a Cambuci foi a única empresa do grupo analisado que não apresentou liquidez em nenhum dos períodos analisados. A variação do estoque de liquidez da empresa oscilou entre -1% e 1% no período 2000 a 2006 e, aparentemente, ela não sofreu restrição financeira, visto que os empréstimos e financiamentos representaram aproximadamente de 20% a 51% do passivo exigível.

#### 4.2.2 Indicadores de atividade

Os indicadores de atividade revelam como índice-padrão das empresas analisadas, prazos entre 50 e 90 dias para giro de estoques e recebimento de vendas. Os indicadores da Grendene dos anos 2000 a 2002 foram excluídos da análise, pois não há vendas e conseqüentemente custo dos produtos vendidos nesse período.

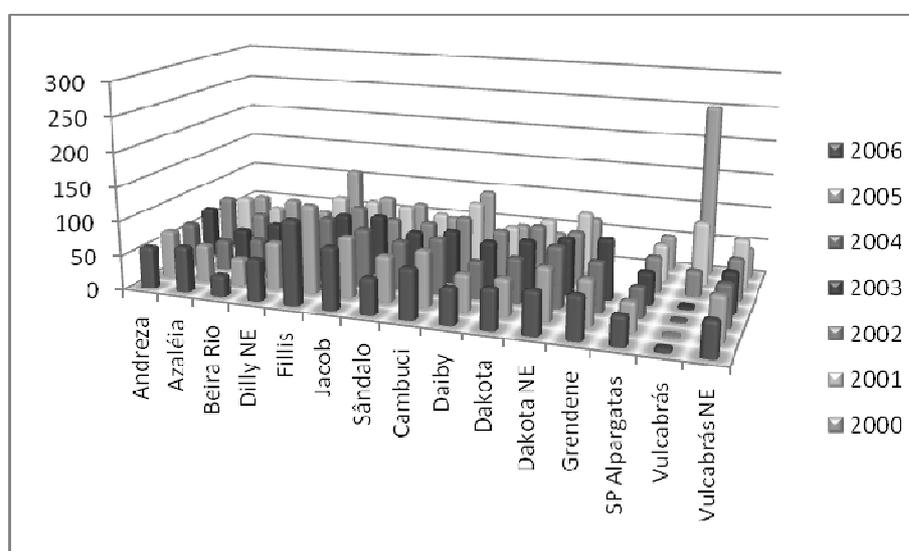
##### a) Prazo médio de estocagem

O prazo médio de estocagem apresenta índice-padrão de 52 a 73 dias, sendo que aproximadamente 25% (1º quartil) da amostra revelou prazos de até 57 dias e outros 25% (acima do 3º quartil) mais de 65 dias. Já o valor típico demonstra menor oscilação dos prazos entre os períodos, ficando entre 59 e 68 dias. A Tabela 35 demonstra as oscilações no prazo médio de estocagem.

**Tabela 35: Prazo médio de estocagem**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	6	2	2	4	37	39	37
1º Quartil	52	54	51	54	49	57	45
Índice-padrão	61	67	65	71	69	73	52
3º Quartil	65	73	78	81	78	79	69
Máximo	123	129	95	89	83	93	251
Valor típico	59	63	63	66	65	68	59

Na Figura 23 verifica-se que das empresas que apresentam melhor desempenho, destacam-se Beira Rio e São Paulo Alpargatas, com prazos entre 30 e 60 dias. Entre as que apresentam menor desempenho destacam-se Fillis, Jacob e Cambuci, com prazos entre 65 e 123 dias. A Vulcabrás, embora apresente prazo de 251 dias em 2000 e 93 dias no ano seguinte, reduz o prazo médio para 2 dias em 2006.

**Figura 23: Prazo médio de estocagem por empresa**

#### b) Prazo médio de recebimento

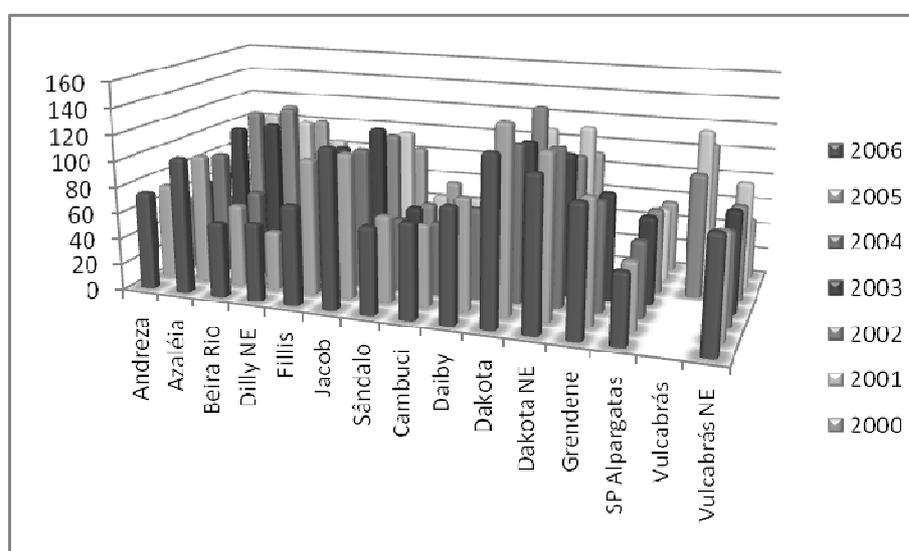
Em relação ao prazo médio de recebimento, verifica-se a tendência do índice-padrão em estabilizar-se ao redor de 80 dias. Somente no ano 2000 (56 dias) e no ano 2004 (70 dias), o índice esteve afastado da tendência. Já o valor típico mostrou-se próximo ao índice-padrão somente nos anos 2001 e 2002. Nos demais períodos os índices apresentam-se superiores entre 12 a 20 dias.

A Tabela 36 ilustra esse fato, revelando prazos máximos de até 142 dias. Para esta análise, parte dos indicadores da Grendene e da Vulcabrás foram desconsiderados por particularidades da estrutura da empresa, explicadas na análise individual.

**Tabela 36: Prazo médio de recebimento**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	54	45	38	57	43	38	42
1º Quartil	63	63	56	62	55	52	49
Índice-padrão	76	79	70	78	88	84	56
3º Quartil	101	102	89	109	104	108	87
Máximo	127	142	121	117	137	121	112
Valor típico	96	98	87	92	87	85	68

Visto que quanto maior o prazo de pagamento concedido aos clientes, menor as disponibilidades da empresa para fazer frente aos seus compromissos, destacam-se entre as empresas com menor índice no período analisado, a Sândalo e a São Paulo Alpargatas. Das empresas com maior índice estão Azaléia, Dakota, Dakota Nordeste e Jacob. A Figura 24 demonstra o posicionamento das empresas.

**Figura 24: Prazo médio de recebimento por empresa**

Pela análise do comportamento das empresas, percebe-se que tanto o prazo médio de estocagem quanto o de recebimento não apresentam tendência de retomada dos prazos do ano de 2000. O primeiro que era de 52 dias, tende a ficar acima de 60 dias e o segundo que era de 58 dias tende a ficar acima de 80 dias.

#### 4.2.3 Indicadores de lucratividade

Os indicadores de lucratividade têm relação com os indicadores de liquidez e de endividamento. Porém, a falta de um comportamento homogêneo das empresas no período examinado não permite identificar com clareza os efeitos da variação da liquidez e do endividamento em relação à lucratividade. Outro fato demonstrado pelos índices é o crescimento da margem líquida do ano 2006 em relação ao ano anterior, em detrimento da

queda da margem operacional, evidenciando a relevância dos ganhos financeiros nesse período.

#### a) Margem bruta

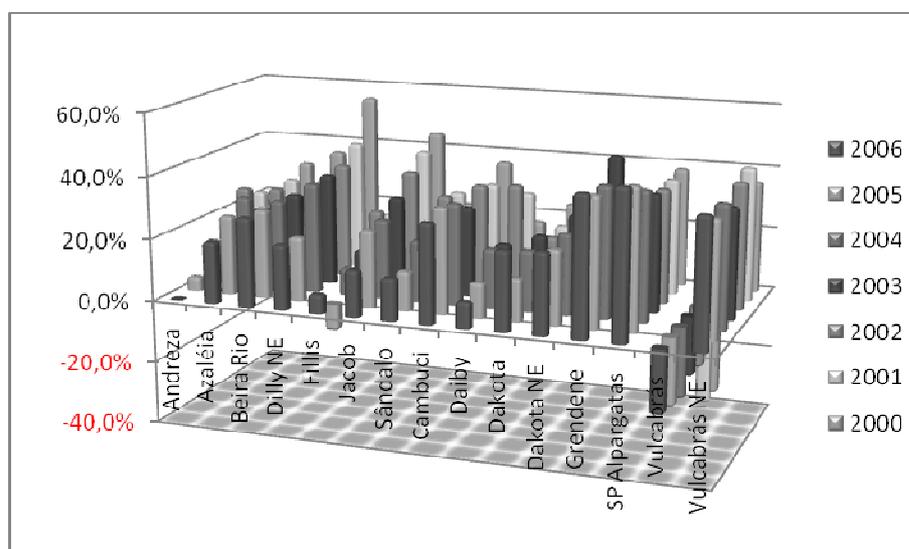
Pela análise da margem bruta (Tabela 37) o índice-padrão das empresas, no período examinado, oscilou entre 20% e 30%. A partir do ano 2003, verifica-se uma tendência de redução da margem, passando de 28,5% para 21% no ano 2006. O valor típico confirma o índice-padrão, sendo aproximado nos períodos de 2000 a 2005. No ano de 2006 se distancia do índice-padrão, apresentando um índice de 5,3 pontos percentuais superior.

As empresas que mais se aproximam da margem máxima apurada no grupo de empresas analisadas são: Grendene, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás do Nordeste, as quais mantiveram margens superiores a 35%. Quanto às margens negativas, essas se referem à Vulcabrás, com margens negativas em todo o período e a Fillis, que apresentou margem negativa em 2005.

**Tabela 37: Margem bruta**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-20,6%	-21,7%	-22,8%	-19,4%	-20,0%	-35,3%	-35,7%
1º Quartil	11,1%	12,2%	19,5%	18,1%	23,1%	21,2%	16,2%
Índice-padrão	21,0%	24,0%	26,0%	28,5%	27,1%	28,0%	27,0%
3º Quartil	30,2%	31,2%	33,9%	32,7%	35,3%	34,4%	36,4%
Máximo	47,1%	44,9%	41,7%	48,6%	40,5%	42,8%	55,4%
Valor típico	26,3%	26,2%	28,5%	28,6%	27,6%	27,8%	28,2%

Os índices da margem bruta por empresa podem ser visualizados na Figura 24, que destaca, além da Grendene, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás do Nordeste, a Dilly Nordeste, que obteve em 2000 o índice máximo do grupo (55,4%).



**Figura 25: Margem bruta por empresa**

### b) Margem operacional

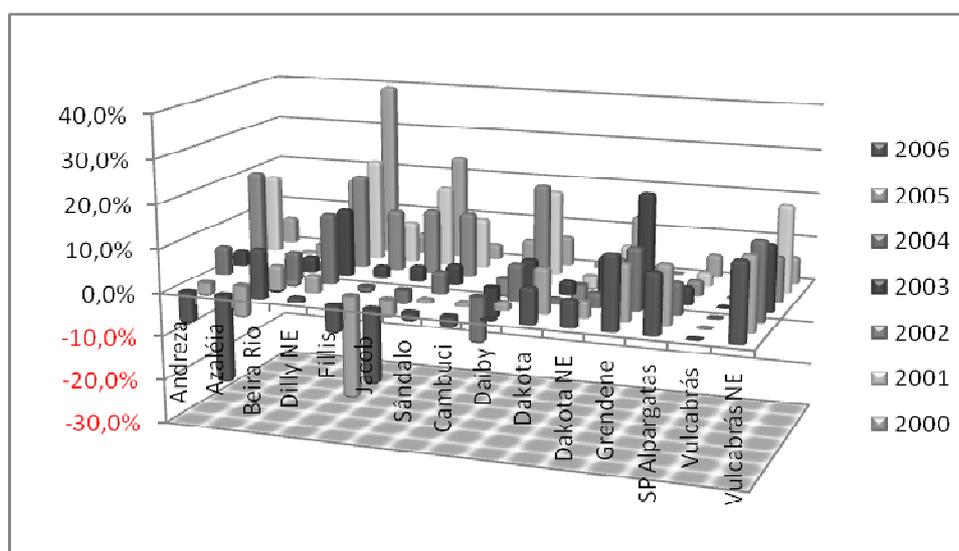
Em relação à margem operacional, verifica-se na Tabela 38 a tendência de queda do índice-padrão a partir do ano 2004, semelhantemente ao ocorrido com a margem bruta, registrando em 2006 um resultado nulo. No entanto, tem-se no valor típico um índice superior em todos os períodos, sendo mais próximo do índice-padrão nos anos 2001 e 2002. Nos demais períodos os índices se afastam até atingir uma diferença de 4 pontos percentuais em 2006.

**Tabela 38: Margem operacional**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-20,2%	-23,6%	-10,8%	-7,3%	-6,7%	-3,3%	-3,9%
1º Quartil	-4,6%	-1,6%	-0,8%	3,0%	-1,1%	-	2,6%
Índice-padrão	-	2,0%	5,1%	3,7%	6,9%	8,0%	5,3%
3º Quartil	9,7%	7,9%	7,7%	8,3%	14,6%	18,0%	9,8%
Máximo	17,4%	16,6%	17,7%	24,1%	22,2%	23,2%	39,6%
Valor típico	4,0%	4,6%	6,3%	5,7%	7,3%	8,3%	7,2%

A margem operacional evidencia também que 25% (1º quartil) das empresas não obtiveram lucratividade em 5 períodos e obtiveram lucro operacional de até 3% da venda líquida em 2 períodos.

As melhores margens foram registradas por Dilly Nordeste, Vulcabrás do Nordeste e Grendene. Por outro lado, as empresas com maior incidência de margens negativas no decorrer do período foram Azaléia e Cambuci.



**Figura 26: Margem operacional por empresa**

### c) Margem líquida

Verifica-se pela margem líquida, que os maiores índices de lucratividade foram registrados por Azaléia, Dilly Nordeste e Grendene. Já a maioria dos índices negativos é das

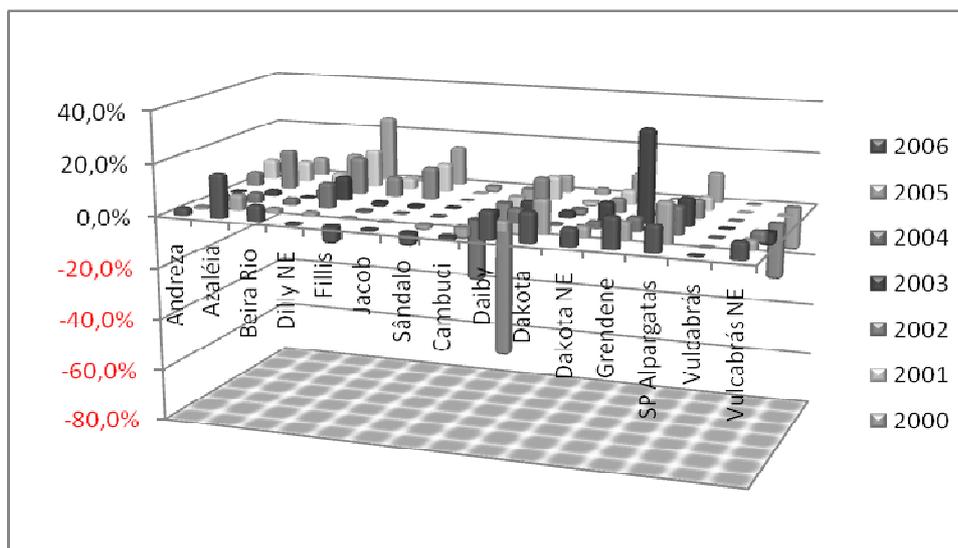
empresas Cambuci, Jacob, Sândalo e Vulcabrás do Nordeste. A Tabela 39 demonstra o comportamento dos índices que apresentam como índice-padrão valores de até 6,1%.

Na comparação do valor típico com o índice-padrão, verifica-se que em 2002 a média dos índices resultou inferior ao índice-padrão; nos anos 2001, 2004 e 2006 foram aproximados e nos demais o valor típico foi superior em até 4,6 pontos percentuais.

**Tabela 39: Margem líquida**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-6,4%	-4,5%	-23,8%	-5,0%	-61,3%	-16,1%	-16,5%
1º Quartil	-0,8%	-0,1%	-	-0,7%	-1,3%	-	-
Índice-padrão	6,1%	1,9%	3,1%	0,5%	5,7%	4,6%	2,6%
3º Quartil	10,7%	5,3%	4,8%	6,2%	9,4%	8,1%	9,5%
Máximo	17,1%	15,6%	10,9%	35,4%	15,3%	14,7%	25,6%
Valor típico	6,7%	4,4%	3,3%	5,1%	2,5%	4,3%	4,3%

Na análise do índice-padrão apurado para a margem líquida em relação à margem operacional, observa-se que algumas empresas obtiveram ganhos financeiros ou de equivalência patrimonial que incrementaram o lucro operacional ou até mesmo reverteram prejuízo operacional. Na Figura 27 evidencia-se as margens por empresa.



**Figura 27: Margem líquida por empresa**

Verifica-se pelo exemplo da Azaléia, com margem operacional negativa e margem líquida positiva, que as empresas passaram a buscar maior rentabilidade para seus recursos mediante investimentos em aplicações financeiras.

Com exceção ao pico negativo do ano 2002 da Cambuci, e do pico positivo do ano 2003 da Grendene, evidencia-se um comportamento mais uniforme entre as empresas nos demais períodos, embora contemple oscilações entre -23,8% e 25,6%.

#### 4.2.4 Indicadores de rentabilidade e retorno

Influenciados pelo lucro ou prejuízo operacional, utilizados como base para o cálculo da rentabilidade e retorno das operações da empresa em relação aos ativos necessários para a execução da atividade operacional ou, ainda, em relação ao capital investido pelos acionistas, os indicadores deste grupo apontam como índice-padrão percentuais geralmente abaixo do custo de oportunidade estimado para o período.

##### a) Retorno sobre o ativo

O retorno sobre o ativo aponta um crescimento do índice-padrão de 2000 para 2001 e em seguida uma queda constante até 2006. A Tabela 40 indica que 75% (3º quartil) das empresas geraram retornos máximos entre 14,9% e 34,9% e que 25% delas (1º quartil) geraram retornos superiores a estes.

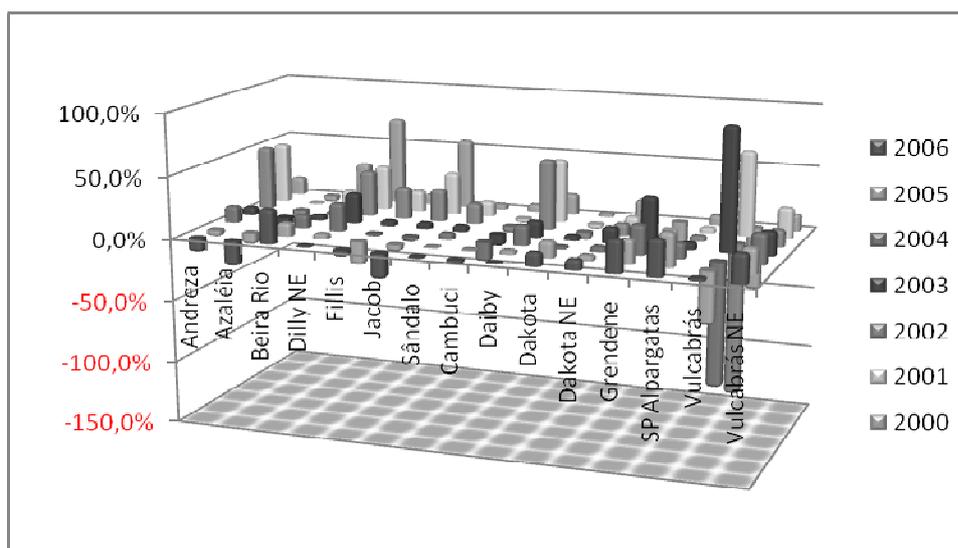
**Tabela 40: Retorno sobre o ativo**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-20,5%	-41,8%	-98,6%	-10,2%	-122,3%	-18,5%	-51,3%
1º Quartil	-4,6%	-5,4%	-3,4%	4,4%	-6,3%	1,7%	4,1%
Índice-padrão	1,3%	3,2%	5,7%	5,7%	9,6%	12,8%	8,2%
3º Quartil	17,3%	11,9%	15,1%	16,6%	26,0%	34,9%	16,6%
Máximo	28,7%	27,3%	24,6%	98,1%	56,6%	68,0%	70,4%
Valor típico	7,1%	5,9%	6,2%	10,7%	5,7%	13,4%	8,9%

Comparando-se o índice-padrão com o valor típico, observa-se que o primeiro é superior ao segundo somente em 2002, ou seja, o índice que separa 50% dos índices abaixo de si e 50% acima foi superior à média dos índices. Nos anos 2000, 2001 e 2004 o valor típico é próximo ao índice-padrão e nos demais é superior em até 5,8 pontos percentuais (ano 2006).

Dentre as empresas que apresentam o maior retorno destacam-se: Grendene e Vulcabrás, que inverteram suas posições em outros períodos, além da Beira Rio, Dilly Nordeste, Jacob, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás Nordeste. Entre as empresas que apresentam perdas em alguns períodos estão Azaléia, Grendene e Vulcabrás.

Tanto o retorno máximo (98,1%) quanto o maior prejuízo (-122,3%) registrado no período pertencem à Vulcabrás, cujo objeto principal é o investimento em outras sociedades. Uma análise mais aprofundada desta empresa encontra-se na seção 4.2.14. Na Figura 28 evidencia-se o posicionamento das empresas em relação ao retorno sobre o ativo.



**Figura 28: Retorno sobre o ativo por empresa**

b) Retorno sobre o patrimônio líquido

De forma diferente ao retorno sobre o ativo, verifica-se na Tabela 41, que o índice-padrão do retorno sobre o patrimônio líquido apresentou queda de 2000 para 2003, crescimento de 2003 para 2004 e nova queda de 2004 a 2006. Neste último período, o índice-padrão decresceu 96,6%. Já em relação ao valor típico, percebe-se uma influência crescente dos índices localizados acima do índice-padrão na composição do índice a partir do ano 2003, atingindo em 2006, uma diferença de 21,2 pontos percentuais acima do índice-padrão.

Desta análise foram excluídos os índices da Cambuci (2001 a 2006), Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste (2000 a 2003), pois nestes períodos as empresas apresentaram passivo a descoberto, ou seja, ausência de capital próprio disponível para investimento.

**Tabela 41: Retorno sobre o patrimônio líquido**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-18,3%	-29,7%	-41,4%	-7,4%	-8,8%	-4,3%	-5,1%
1º Quartil	-7,4%	-5,8%	-1,2%	5,6%	-2,6%	3,1%	7,5%
Índice-padrão	1,3%	4,6%	12,8%	10,0%	14,8%	17,4%	21,6%
3º Quartil	17,1%	14,1%	21,2%	14,6%	46,5%	37,6%	29,8%
Máximo	43,8%	52,6%	147,6%	55,2%	94,0%	95,7%	171,7%
Valor típico	22,5%	19,6%	26,7%	17,9%	16,6%	19,8%	18,8%

Pela Figura 29 tem-se: Dilly Nordeste e Vulcabrás do Nordeste, que apresentam índices próximos ao retorno máximo, e Azaléia, Fillis e Vulcabrás que apresentam índices próximos ao retorno mínimo, ou seja, tiveram prejuízos no período. Verifica-se também que a Andreza aproxima-se do retorno máximo nos anos de 2001 e 2002, e do índice mínimo no ano de 2006.

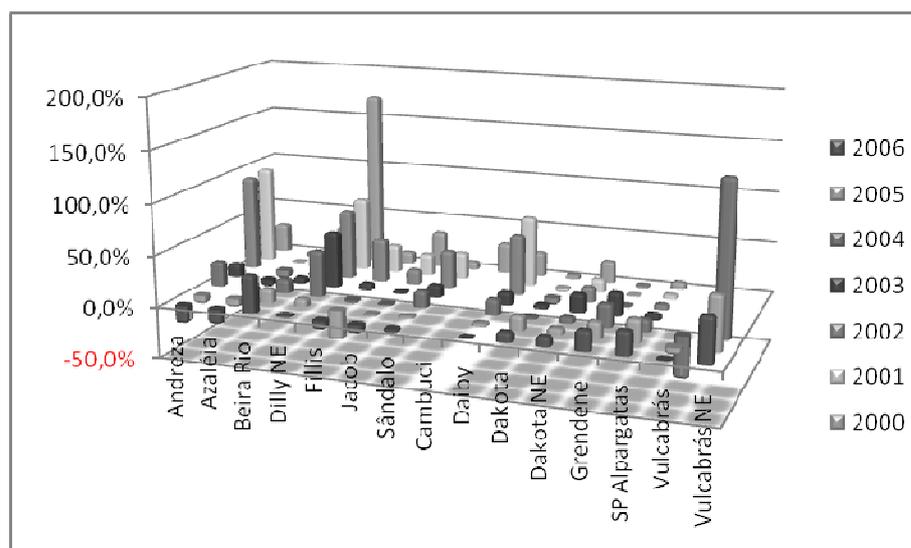


Figura 29: Retorno sobre o patrimônio líquido por empresa

c) Índice de desempenho empresarial

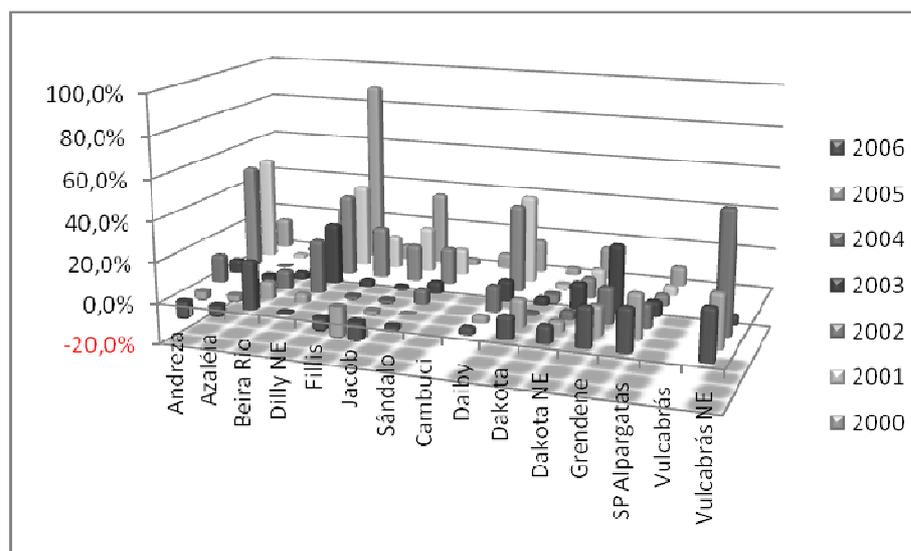
Pelo índice de desempenho empresarial, que demonstra a média dos índices de retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre as vendas, verifica-se que o índice-padrão revela uma rentabilidade entre 3,6% e 17,8%, apresentando crescimento ou redução alternadamente entre os períodos examinados. Verifica-se, também, na Tabela 42, que os valores mínimos para o indicador oscilaram entre -16,1% e -1,2% e os valores máximos entre 24,6% e 89,2%.

Tabela 42: Índice de desempenho empresarial

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-9,9%	-16,1%	-2,3%	-4,6%	-5,6%	-3,5%	-1,2%
1º Quartil	-6,3%	-2,8%	1,6%	3,7%	2,4%	7,1%	6,2%
Índice-padrão	3,6%	4,6%	9,3%	6,0%	17,8%	13,1%	12,0%
3º Quartil	19,3%	13,4%	13,8%	10,5%	32,5%	31,6%	18,0%
Máximo	24,6%	25,8%	58,7%	32,6%	50,3%	50,7%	89,2%
Valor típico	11,4%	10,0%	12,3%	11,2%	7,9%	10,8%	9,8%

No índice de desempenho empresarial, a distância entre valor típico e índice-padrão é menor do que a apresentada no retorno sobre o patrimônio líquido. Do confronto entre os dois índices, os anos de 2002, com índice-padrão superior em 9,9 pontos percentuais; e 2006, que de forma oposta apresenta índice-padrão inferior em 7,8 pontos percentuais, são os de maior diferença.

Alternam-se entre as empresas que apresentam melhor rentabilidade: Beira Rio, Daiby, Dilly Nordeste, Vulcabrás do Nordeteste e Andreza, que no período 2006 também apresentou índice de menor rentabilidade, juntamente com Azaléia, Dakota, Fillis e Jacob. Na Figura 30 tem-se o comportamento individual das empresas.



**Figura 30: Índice de desempenho empresarial por empresa**

Ressalva-se que desta análise foram excluídos os índices da Cambuci (2001 a 2006), Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste (2000 a 2003), por não haver cálculo de retorno sobre o patrimônio líquido. Também foram excluídos os índices da Vulcabrás (2000 a 2006) e Grendene (2000 a 2002) pela ausência de cálculo de retorno sobre as vendas, sendo a primeira pela incompatibilidade do lucro ou prejuízo operacional com a receita de vendas e a segunda por ser uma *holding* com predominância de receitas de equivalência patrimonial.

#### d) Valor econômico agregado

Em relação ao valor econômico agregado, tem-se como índice-padrão um único valor positivo no ano 2000, sendo os demais negativos, ou seja, a lucratividade da atividade operacional das empresas foi inferior aos ganhos obtidos, se aplicados os recursos às taxas estimadas para o custo de oportunidade.

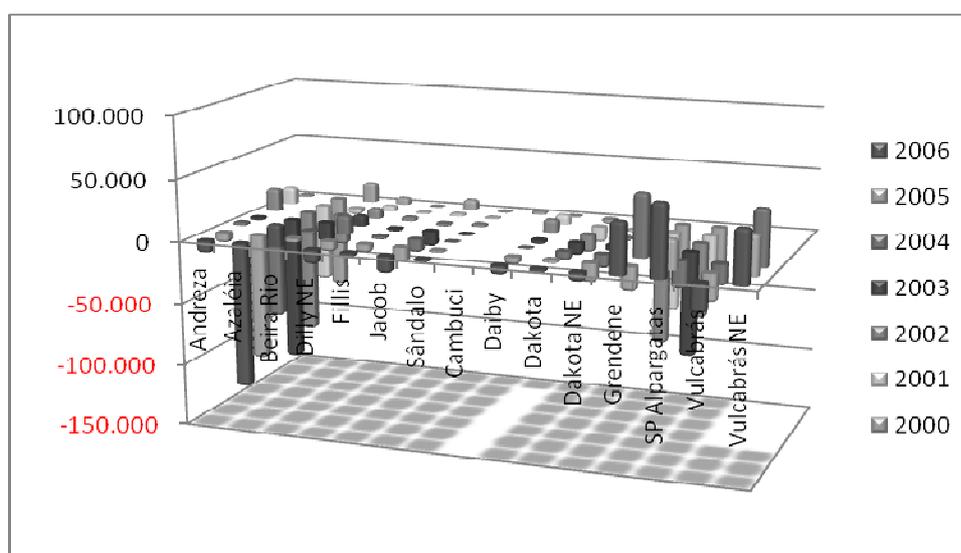
A Tabela 43 espelha o distanciamento entre os valores mínimos e máximos em relação ao índice-padrão. Além disso, demonstra um valor típico negativo para todos os períodos, evidenciando a influência dos índices localizados abaixo do índice-padrão na média dos índices, observando-se a maior proximidade entre os índices no ano de 2004 (valor típico inferior em \$ 5.251) e a maior distância no ano de 2002 (valor típico inferior em \$ 68.237).

**Tabela 43: Valor econômico agregado**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-117.045	-101.437	-74.099	-116.449	-100.052	-64.845	-75.326
1º Quartil	-11.409	-14.470	-11.133	-13.605	-33.791	-23.006	-3.842
Índice-padrão	-5.514	-7.770	-2.396	-4.143	-2.574	-560	846
3º Quartil	12.973	-3.064	1.975	-2.149	4.640	2.969	2.498
Máximo	57.556	32.169	50.315	8.913	18.507	13.980	16.500
Valor típico	-14.874	-26.668	-7.647	-39.798	-70.811	-51.978	-37.034

Entre os valores máximos, ou seja, que excederam ao custo de oportunidade estimado, destacam-se as empresas Andreza, Dilly Nordeste, Vulcabrás do Nordeste e a São Paulo Alpargatas, que nos últimos dois anos do período examinado obteve valor econômico agregado positivo. Já em relação ao valor mínimo apurado, ou seja, que não atingiram o custo de oportunidade estimado, enquadram-se as empresas Azaléia (2000 a 2006), Grendene (2000 a 2002) e São Paulo Alpargatas (2000 a 2004).

Por se utilizar o patrimônio líquido como base de cálculo da análise do valor econômico agregado também foram excluídas as empresas Cambuci (2001 a 2006), Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste (2000 a 2003), que apresentam passivo a descoberto. A exclusão ocorre pela falta de alternativas de investimento dada à falta de capital disponível para investir. A Figura 31 ilustra o posicionamento das empresas em relação aos respectivos períodos analisados.



**Figura 31: Valor econômico agregado por empresa**

Fica evidenciado que na maioria das empresas o valor econômico agregado não existiu, ou seja, o lucro operacional foi menor que o custo de oportunidade estimado como base de comparação.

#### 4.2.5 Indicadores do EBITDA

Os índices-padrão do EBITDA indicam, assim como nos demais indicadores já analisados, que no ano 2001 houve uma ruptura do processo de crescimento das margens de lucro, nível de vendas e de ativos das empresas, apresentando tendência de decréscimo constante até o ano de 2006.

a) *Cash flow*

Pela análise da geração de caixa proveniente da atividade operacional da empresa em relação ao ativo total, verifica-se que o índice-padrão apresenta oscilações entre 1,5% (ano 2006) e 14% (ano 2001), conforme revela a Tabela 44.

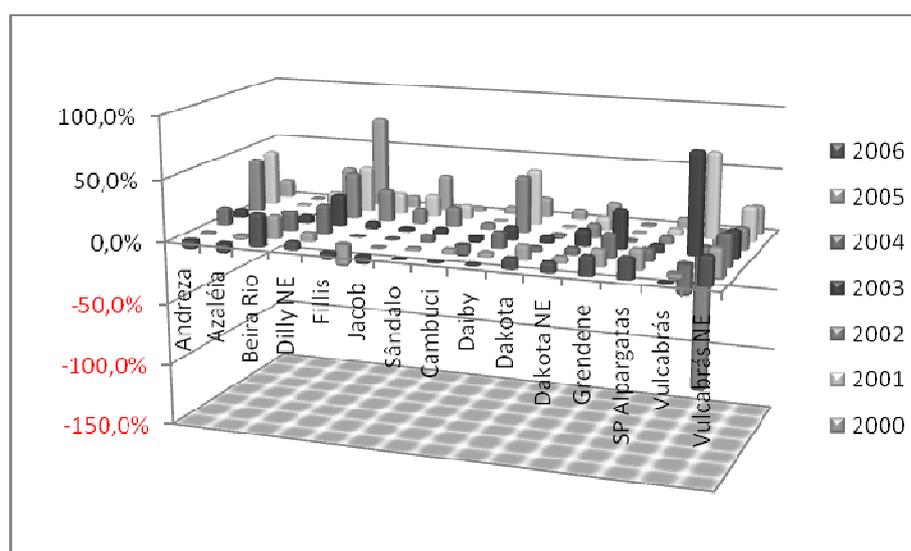
**Tabela 44: *Cash flow***

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-8,5%	-18,3%	-25,4%	-5,4%	-118,3%	-1,6%	-41,5%
1° Quartil	-3,1%	-1,9%	-1,3%	5,5%	-1,2%	3,6%	5,5%
Índice-padrão	1,5%	4,1%	6,3%	6,6%	11,7%	14,0%	9,2%
3° Quartil	12,5%	13,2%	15,5%	18,3%	22,2%	33,1%	19,9%
Máximo	26,7%	22,6%	26,3%	81,4%	45,9%	69,8%	73,4%
Valor típico	6,1%	6,7%	8,0%	11,1%	7,4%	13,7%	9,6%

Na comparação do índice-padrão com o valor típico, verifica-se novamente, no ano 2002, a influência dos índices abaixo do índice-padrão na composição do valor típico, resultando este inferior em 4,3 pontos percentuais. Em 2000 e 2001, os índices são próximos e nos demais períodos o valor típico apresenta-se superior.

As oscilações entre o valor mínimo e máximo para este indicador ficaram entre -188,3% e 81,4%. Dentre as empresas próximas aos índices máximos, mesmo que somente em determinados períodos, destacam-se: Andreza, Beira Rio, Daiby, Dilly Nordeste e Vulcabrás (períodos 2001, 2003 e 2006).

Já as que estão próximas aos índices mínimos, os quais revelam prejuízos, ou seja, saída de caixa ao invés de geração, estão: Azaléia, Cambuci, Fillis e Vulcabrás (demais períodos). A Figura 32 evidencia o comportamento das empresas.

**Figura 32: *Cash flow* por empresa**

## b) Margem do EBITDA

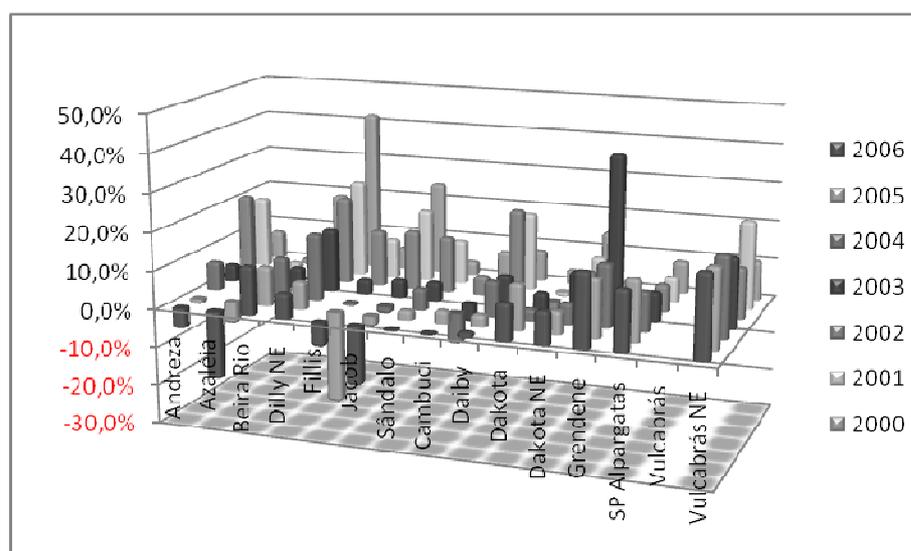
O comportamento do EBITDA em relação às vendas, evidenciado pela Tabela 45, revela, com exceção aos períodos 2000 e 2003, que a rentabilidade máxima das empresas era de até 25%, tendo o índice-padrão oscilado entre 4% (ano 2006) e 13,3% (ano 2002). Já o valor típico apresenta um comportamento com menor oscilação entre os períodos, apresentando o menor índice em 2006 (6,8%) e o maior em 2001 (10,2%).

**Tabela 45: Margem do EBITDA**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-18,0%	-23,6%	-8,0%	-4,8%	-4,7%	-1,2%	-1,6%
1º Quartil	-4,3%	-0,5%	0,1%	4,7%	5,1%	6,7%	5,9%
Índice-padrão	4,0%	4,7%	6,7%	5,2%	13,3%	10,4%	8,2%
3º Quartil	12,0%	11,6%	10,3%	10,4%	15,5%	18,9%	14,6%
Máximo	21,6%	20,6%	21,0%	41,4%	23,2%	25,2%	42,0%
Valor típico	6,8%	6,9%	8,1%	9,1%	10,0%	10,2%	9,3%

Os índices máximos do período foram atingidos por Dilly Nordeste, Grendene e Vulcabrás do Nordeste. Em sentido inverso estão os índices mínimos apresentados por Azaléia, Cambuci, Fillis e Jacob. Da análise foram excluídas a Vulcabrás (2000 a 2006) pela incompatibilidade do lucro ou prejuízo operacional com a receita de vendas e a Grendene (2000 a 2002) pela ausência de vendas no período.

A Figura 33 ilustra o comportamento das empresas durante o período examinado, indicando que ao redor de 75% das empresas da amostra obtiveram índices inferiores a 20%.



**Figura 33: Margem do EBITDA por empresa**

c) Índice de cobertura dos juros - EBITDA

Já a aplicação do EBITDA para a verificação da capacidade de cobertura dos juros, se deu em função da medição da geração de fluxo de caixa em relação às despesas originadas pela captação dos recursos.

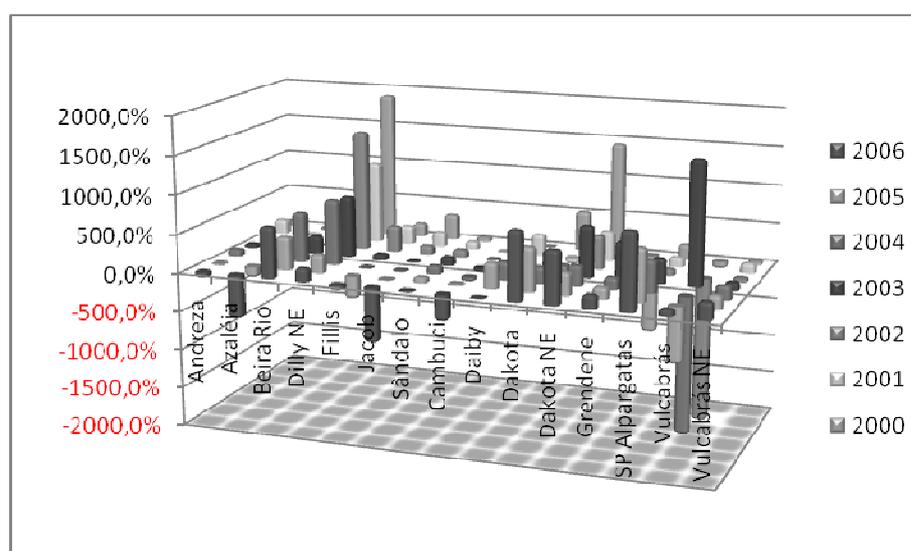
Para uma melhor análise foi desconsiderado o ano 2001 da Vulcabrás, cujo índice superou a casa dos 40.000%. Percebe-se pela Tabela 46, que o índice-padrão indica que em quatro períodos houve capacidade de cobertura dos juros (ou despesas financeiras) e em três períodos houve contribuição parcial para essa cobertura. No entanto, pela análise do valor típico, o número de períodos com contribuição parcial se reduz ao ano 2002, sendo que nos demais houve capacidade de cobertura total.

**Tabela 46: Índice de cobertura de juros - EBITDA**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-708,6%	-721,5%	-1746,3%	-58,4%	-1865,7%	-86,2%	-1035,5%
1º Quartil	-82,5%	-20,7%	-18,7%	61,1%	-12,0%	36,5%	17,1%
Índice-padrão	86,1%	151,5%	165,4%	233,7%	86,1%	158,8%	96,7%
3º Quartil	443,9%	318,2%	256,0%	411,6%	162,4%	268,4%	377,4%
Máximo	987,6%	678,7%	847,4%	1596,7%	1559,9%	1056,1%	1902,1%
Valor típico	165,6%	157,6%	138,9%	260,6%	60,8%	159,8%	157,9%

Os índices máximos são apresentados por Dilly Nordeste, Dakota, Dakota Nordeste, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás, enquanto que os mínimos são apresentados por Azaléia, Jacob, Cambuci, Grendene e também pela Vulcabrás.

A Figura 34 ilustra o comportamento das empresas, com destaque às oscilações dos índices da Vulcabrás.



**Figura 34: Índice de cobertura de juros por empresa - EBITDA**

Pela análise dos indicadores do EBITDA, assim como em outros indicadores, verifica-se que não houve um comportamento uniforme das empresas no decorrer dos períodos, pois

quando algumas apresentavam tendência de crescimento, outras mostravam índices negativos e vice-versa, ou seja, não houve padrões entre as empresas que caracterizassem determinados períodos.

#### 4.2.6 Indicadores de endividamento

Os indicadores de endividamento do grupo de empresas analisadas revelam que a dependência do capital de terceiros tende ao endividamento de curto prazo, o que pode ser verificado na Tabela 47, que evidencia, como índice-padrão, percentuais de endividamento de curto-prazo na faixa de 58,6% a 73,4% durante o período examinado.

##### a) Composição do endividamento

Pela análise do índice-padrão verifica-se, também, que nos anos 2001, 2003 e 2004 houve queda no nível de endividamento de curto prazo das empresas em relação ao ano anterior, ocorrendo processo inverso em 2002, 2005 e 2006. No ano 2006 o endividamento de curto prazo retomou os níveis do ano 2000. Observando o comportamento do valor típico, identifica-se uma oscilação menor entre o índice mínimo e máximo do período 2000 a 2006, do que a apresentada pelo índice-padrão. Os índices oscilam 6,8 pontos percentuais (entre 68,6% e 75,4%), ao passo que o índice-padrão mostra oscilação de 14,8 pontos percentuais.

**Tabela 47: Composição do endividamento**

<b>Indicador</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Mínimo	41,8%	30,8%	22,4%	12,0%	8,5%	4,9%	3,9%
1º Quartil	51,4%	44,2%	43,0%	44,1%	52,6%	46,9%	56,0%
Índice-padrão	71,9%	61,1%	58,6%	59,0%	73,4%	61,8%	70,9%
3º Quartil	88,6%	80,0%	88,3%	90,1%	97,5%	90,5%	97,6%
Máximo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Valor típico	74,7%	70,1%	69,8%	68,6%	77,8%	70,0%	75,4%

Na Figura 35 evidencia-se que as empresas Daiby, Dakota, Fillis, Grendene e Jacob atingiram índices de 100% de endividamento de curto prazo. Próximas a elas, Andreza e Beira Rio atingiram índices acima de 90%. Os índices mínimos são apresentados por Dilly Nordeste, Grendene, São Paulo Alpargatas ou Vulcabrás.

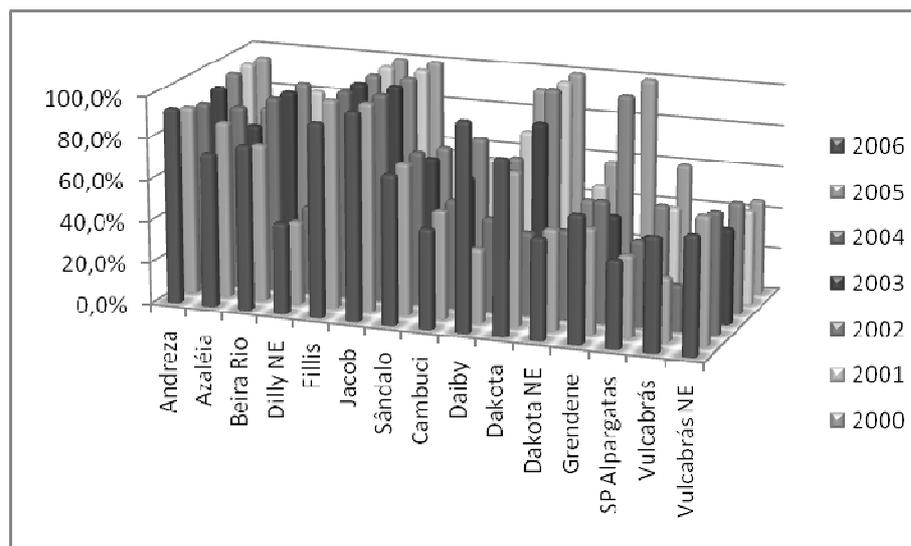


Figura 35: Composição do endividamento por empresa

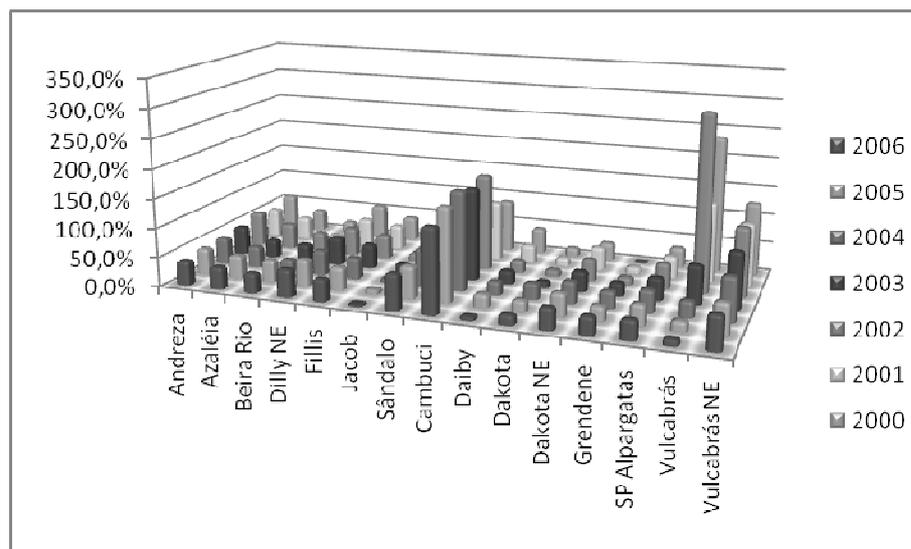
#### b) Dependência financeira

Embora na sua maior parte de curto prazo, a dependência financeira de recursos de terceiros no período analisado demonstrou tendência de redução. Conforme visualizado na Tabela 48, o índice-padrão para o período teve variação entre 37,1% e 43,6%. No valor típico essa variação ficou entre 38,3% e 52,2%, tendo no ano 2002 a maior divergência em relação ao índice-padrão (8,6 pontos percentuais).

Tabela 48: Dependência financeira

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	3,5%	8,4%	7,4%	12,0%	11,8%	11,5%	0,1%
1º Quartil	24,1%	24,3%	28,6%	26,8%	28,0%	23,7%	26,2%
Índice-padrão	37,4%	39,3%	37,1%	39,5%	43,6%	40,6%	41,3%
3º Quartil	44,7%	45,8%	44,8%	57,2%	58,5%	52,2%	59,4%
Máximo	145,0%	161,0%	170,9%	159,1%	302,5%	138,5%	235,9%
Valor típico	38,3%	40,2%	41,5%	42,8%	52,2%	43,1%	45,4%

As empresas com menor dependência, ou seja, entre 0,1% e 12%, são: Beira Rio, Daiby, Grendene, Jacob e Vulcabrás. Entre as de maior dependência, encontram-se: Cambuci, Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste. Analisando-se a Figura 36, verifica-se que a Vulcabrás reduziu o seu endividamento próximo a 300% dos ativos em 2002 para 11% em 2006.



**Figura 36: Dependência financeira por empresa**

c) Participação do capital de terceiros

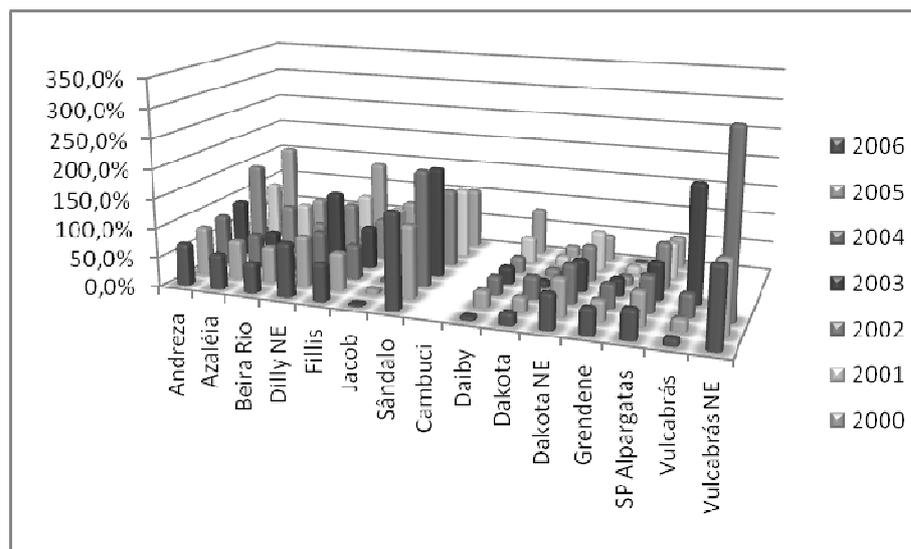
Dos índices de participação do capital de terceiros excluiu-se a análise da empresa Cambuci, que apresentou passivo a descoberto de 2001 a 2006; Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste, ambas de 2000 a 2002. Nas demais, a representatividade do capital de terceiros em relação ao capital próprio atingiu índice-padrão mínimo de 55,8% e máximo de 65,8%, conforme Tabela 49.

**Tabela 49: Participação do capital de terceiros**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	3,6%	9,1%	8,0%	13,7%	13,4%	12,9%	0,1%
1º Quartil	26,8%	30,5%	40,0%	31,9%	25,9%	19,1%	27,3%
Índice-padrão	55,9%	63,0%	59,0%	55,8%	65,8%	63,1%	56,2%
3º Quartil	69,5%	78,5%	73,8%	96,4%	82,4%	78,9%	86,3%
Máximo	162,5%	124,3%	311,5%	202,2%	147,1%	120,7%	154,3%
Valor típico	57,8%	61,0%	68,5%	65,5%	69,4%	61,2%	59,5%

Na comparabilidade com o índice-padrão, o valor típico é aproximadamente 17% superior nos anos 2003 e 2004. Nos demais períodos a diferença entre ambos é inferior a 6%.

As empresas Daiby e Jacob destacam-se pela proximidade com a menor participação do capital de terceiros em relação ao capital próprio. Já as empresas próximas ou que atingiram o percentual máximo, consoante Figura 37, são Sândalo, Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste.



**Figura 37: Participação do capital de terceiros por empresa**

Das empresas analisadas, 25% apresentam níveis de capital de terceiros 69,5% acima do capital próprio e que a maior captação de recursos das empresas analisadas é de curto prazo para aplicação no giro da atividade, visto que conforme a seção 4.1.7, somente uma empresa utilizou-se destes recursos para investimento em imobilizações no ano de 2002.

#### 4.2.7 Indicadores de estrutura

Os indicadores de estrutura pressupõem que as empresas analisadas possuam significativos valores aplicados no ativo operacional em relação à capacidade de geração de receitas.

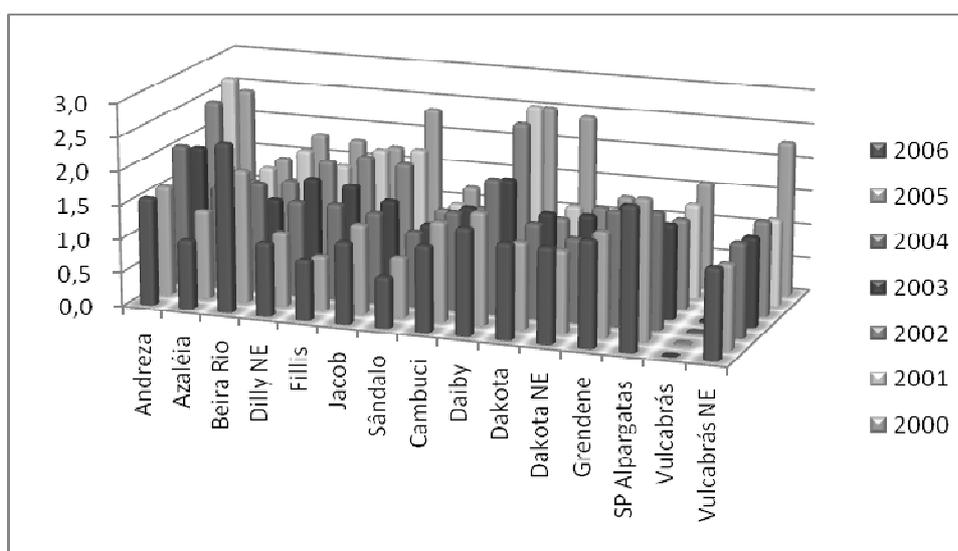
##### a) Giro do ativo

Em relação ao giro do ativo, a Tabela 50 ilustra a situação exposta no parágrafo anterior, evidenciando uma queda no índice-padrão, que em 2000 era de 1,8 vezes por ano, passando para 1,3 vezes em 2006, ou seja, a cada 269 dias o ativo operacional inicia um novo giro. Já o valor típico apresenta um comportamento mais uniforme que o índice-padrão, entre 1,4 e 1,6 vezes por ano. Os índices mínimos revelam empresas com giro próximo a 360 dias e os índices máximos oscilam entre 190 e 134 dias por ano.

**Tabela 50: Giro do ativo**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-
1º Quartil	1,1	1,2	1,4	1,4	1,3	1,1	1,3
Índice-padrão	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,8
3º Quartil	1,6	1,6	1,7	1,6	1,8	1,8	2,3
Máximo	2,5	2,1	2,1	1,9	2,5	2,7	2,5
Valor típico	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6

Dentre as empresas com maior giro do ativo destacam-se: Andreza, Beira Rio, Daiby, Dakota, Jacob e São Paulo Alparagas que se alternam entre os períodos com o índice máximo. O desconhecimento de informações sobre o ativo operacional da empresa, bem como baixo nível de vendas, aponta a Vulcabrás como a empresa de pior desempenho, conforme visto na Figura 38, apontado pela ausência de rotatividade do ativo no período examinado. Além dela, Fillis e Sândalo registraram períodos com rotatividade superior a um ano. Os períodos de 2000 a 2002 da Grendene foram excluídos da análise pela ausência de vendas líquidas.

**Figura 38: Giro do ativo por empresa**

Percebe-se também, assim como em outros índices, que não há como definir determinado período como o melhor ou pior para o conjunto de empresas, pois não houve uniformidade no comportamento delas.

#### b) Imobilização do patrimônio líquido

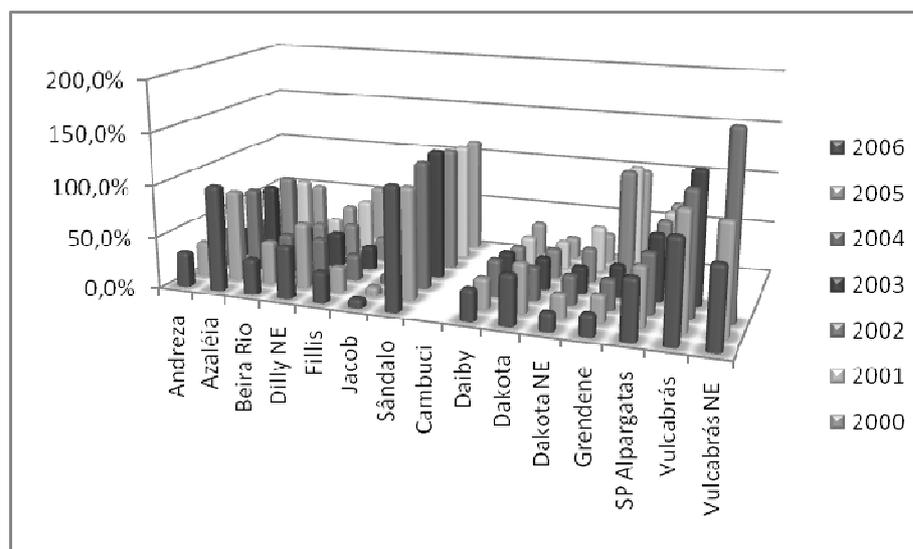
Quanto à imobilização do patrimônio líquido, a Tabela 51 evidencia que o índice-padrão deste indicador oscilou entre 31,2% e 45,2%. Porém, o valor típico apresenta-se entre 14% e 69% superior ao índice-padrão no decorrer do período examinado, influenciado pelos índices das empresas situadas acima do índice-padrão. Para a análise deste índice foram

excluídos os índices da Cambuci, Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste, nos períodos em que elas apresentaram passivo a descoberto.

**Tabela 51: Imobilização do patrimônio líquido**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	8,4%	9,0%	9,8%	10,4%	10,9%	9,3%	10,8%
1º Quartil	30,2%	27,0%	30,3%	26,7%	27,4%	26,8%	30,0%
Índice-padrão	41,5%	45,2%	37,5%	32,6%	31,2%	39,5%	39,9%
3º Quartil	72,7%	81,6%	75,4%	65,8%	69,6%	65,0%	57,9%
Máximo	118,5%	111,7%	177,3%	129,1%	118,9%	114,9%	113,8%
Valor típico	48,5%	51,4%	50,5%	45,9%	52,6%	54,3%	52,1%

Destacam-se por apresentarem índices de imobilização que registram a absorção total do capital próprio: Azaléia, Grendene, Sândalo, Vulcabrás e Vulcabrás Nordeste. Já a Jacob apresentou índices de até 11%, registrados como o mínimo do grupo de empresas analisadas. A Figura 39 ilustra a aplicação dos recursos próprios de cada empresa nas suas imobilizações.



**Figura 39: Imobilização do patrimônio líquido por empresa**

Pela Figura 39 é possível verificar também que 75% (3º quartil) das empresas analisadas imobilizaram até no máximo 81,6% dos recursos próprios. Transportando-se da análise da imobilização dos recursos próprios para imobilização dos recursos não correntes, verifica-se que algumas empresas utilizaram, nos seus investimentos em ativo imobilizado, praticamente 100% dos seus recursos de longo prazo.

### c) Imobilização dos recursos não-correntes

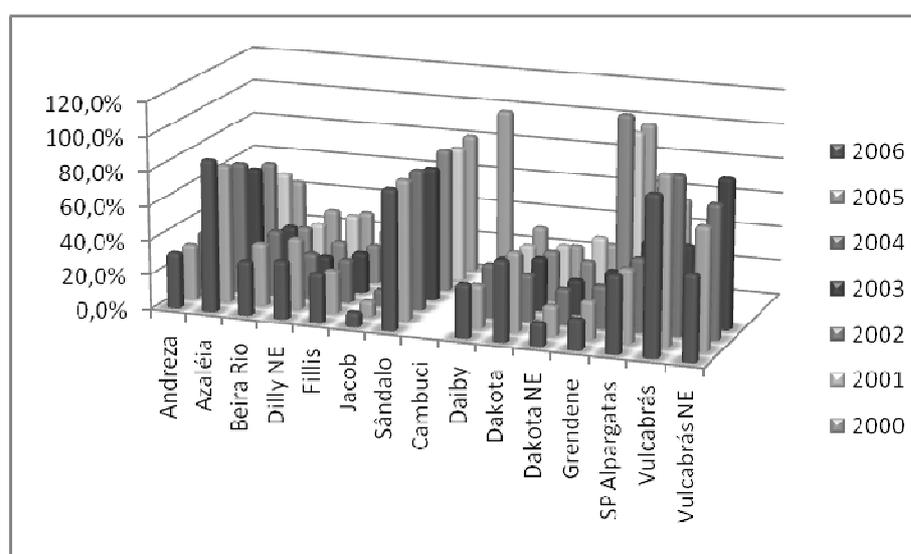
O índice-padrão das empresas analisadas oscilou entre 27% e 38,8% e, embora em determinados períodos o índice máximo aproxime-se ou supere 100% de aplicação dos recursos de longo prazo em imobilizações, 75% (3º quartil) das empresas utilizou no máximo

até 67,5% desses recursos para tal. Já o valor típico, com percentuais entre 50% e 61,6%, revela índices superiores ao índice-padrão, influenciado, assim como na imobilização dos recursos próprios, pelos índices das empresas situadas acima do índice-padrão.

**Tabela 52: Imobilização dos recursos não correntes**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	8,4%	9,0%	9,8%	10,4%	10,9%	9,3%	10,8%
1º Quartil	29,2%	24,8%	25,6%	23,8%	23,8%	25,7%	28,3%
Índice-padrão	33,0%	38,8%	32,2%	29,6%	27,0%	32,6%	32,9%
3º Quartil	48,7%	64,2%	67,5%	46,9%	52,5%	51,1%	54,4%
Máximo	92,1%	97,6%	91,7%	86,7%	112,3%	97,1%	97,3%
Valor típico	54,4%	57,3%	50,9%	50,0%	54,2%	60,2%	61,6%

O índice máximo alternou-se entre Cambuci, Grendene, Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste. O índice mínimo ficou novamente com a Jacob, que apresentou imobilizações de até 11%, pois não captou no período recursos de terceiros de longo prazo. A Figura 40 ilustra o comportamento das empresas.



**Figura 40: Imobilização dos recursos não correntes por empresa**

No ano de 2002, a Grendene utilizou recursos de curto prazo para aplicar em imobilizações. Essa situação tende a gerar um maior dispêndio para a empresa, pois os resultados oriundos da utilização das imobilizações são de longo prazo, ao passo que a quitação dos recursos que as financiou é de curto prazo, necessitando então ou retirar dinheiro do giro ou renovar o financiamento, até que a receita gerada pela utilização dos bens permita quitar a dívida.

#### 4.2.8 Indicadores de alavancagem

Assim como ocorreu em outros indicadores que utilizam o patrimônio líquido como base para cálculo, os indicadores de grau de alavancagem das empresas com passivo a descoberto fica prejudicado pela ausência de recursos próprios a serem alavancados. Além disso, foram desconsiderados da análise do índice-padrão, os índices positivos resultantes da divisão de numerador e denominador negativos, que indicam aumento de prejuízos; para que não se confundam com a análise dos índices positivos que representam aumento de lucros.

Exemplifica-se a situação relatada no parágrafo anterior com as seguintes combinações de índices: (a) ROA (retorno sobre o ativo) negativo e índice de alavancagem menor que 1,0, beneficia o sócio, pois a alavancagem reduz o impacto do prejuízo no capital investido; (b) ROA negativo e índice de alavancagem maior que 1,0, prejudica o sócio; (c) ROA positivo e índice de alavancagem maior que 1,0, beneficia o sócio; (d) ROA positivo e índice de alavancagem menor que 1,0, prejudica o sócio.

##### a) Grau de alavancagem financeira

Na análise do grau de alavancagem financeira, verifica-se na Tabela 53 que o índice-padrão do grupo de empresas analisadas ficou entre 1,0 e 1,6, ou seja, em 2006, para cada \$ 1,00 investido, retornou \$ 1,00, não havendo alavancagem. Nos demais períodos, para cada \$ 1,00 investido o retorno foi entre \$ 1,30 e 1,40.

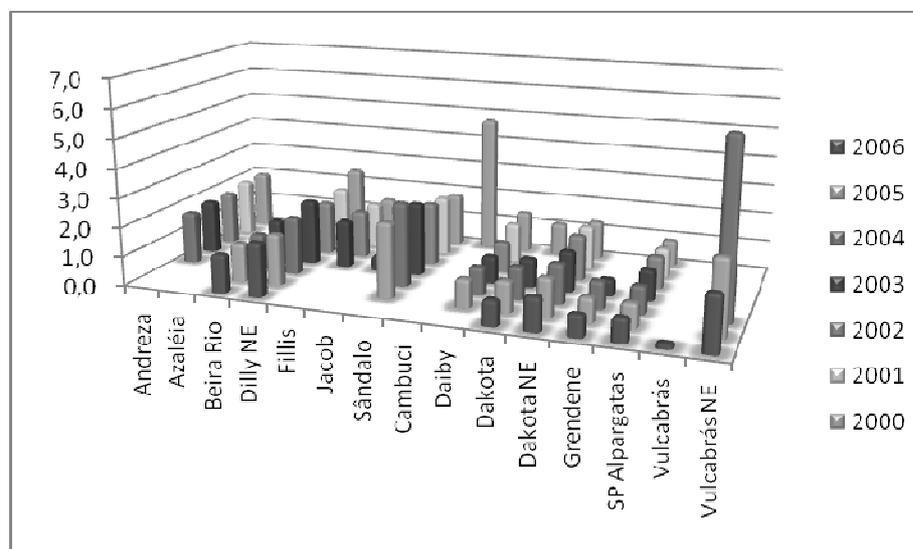
**Tabela 53: Grau de alavancagem financeira**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	0,2	0,8	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6
1º Quartil	0,8	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
Índice-padrão	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,5	1,4
3º Quartil	1,4	1,8	1,9	1,7	1,8	2,0	1,9
Máximo	1,9	2,6	6,0	2,5	2,2	2,1	4,7
Valor típico	1,1	1,9	9,0	1,2	2,5	1,4	1,8

O valor típico robustece o índice-padrão, evidenciando a ocorrência de alavancagem financeira em todos os períodos. Quanto ao índice do ano de 2004, a influência sofrida pelo retorno sobre o patrimônio líquido da Vulcabrás do Nordeste e retorno sobre o ativo da Vulcabrás, impactaram diretamente o resultado da média ponderada, um dos componentes do cálculo do valor típico.

Quanto as empresas que mais se alavancaram financeiramente, destacam-se: Andreza, Cambuci, Sândalo e Vulcabrás do Nordeste. Ressalva-se que a empresa Cambuci no primeiro

ano do estudo não possuía passivo a descoberto, assim como Vulcabrás do Nordeste teve passivo a descoberto somente até o ano 2002. Os índices mínimos são apresentados por Dakota, Jacob, Grendene, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás. A Figura 41 retrata o comportamento das empresas em relação à alavancagem financeira.



**Figura 41: Grau de alavancagem financeira por empresa**

Na Figura 40 não constam os índices das empresas Andreza, Azaléia, Beira Rio, Daiby, Dakota, Fillis, Grendene, Jacob, Sândalo e Vulcabrás referente aos períodos em que obtiveram retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido negativos. Nos demais períodos, percebe-se de certa forma, que as empresas buscaram incrementar por meio das operações financeiras a lucratividade das suas operações.

#### b) Grau de alavancagem operacional

Na Tabela 54, o índice-padrão denota a existência de alavancagem operacional nos anos de 2001 e de 2004. Já o valor típico evidencia alavancagem operacional somente em 2004. Comparando-o ao índice-padrão, fica evidente a influência dos índices mínimos e máximos na composição do valor típico.

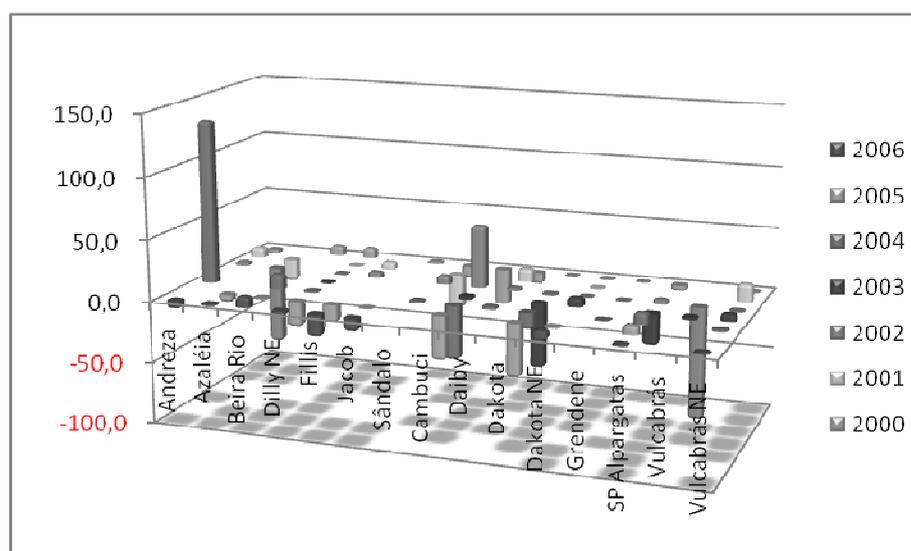
Das 15 empresas analisadas, 10 registraram alavancagem operacional em algum dos períodos examinados. Analisando-se por período, a alavancagem ocorreu em média entre 7% a 27% das empresas. Os indicadores de alavancagem operacional demonstram que na maior parte do período houve variação negativa do resultado operacional ou variação crescente do prejuízo operacional, bem como houve redução nas vendas e, portanto, inibindo a alavancagem da empresa. A Tabela 54 mostra os índices de alavancagem operacional.

**Tabela 54: Grau de alavancagem operacional**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-18,3	-43,1	-44,6	-53,6	-92,3	-28,7	-30,6
1º Quartil	-7,3	-20,9	0,4	-14,6	-1,3	-5,6	-6,2
Índice-padrão	-2,4	-6,2	1,9	-2,3	0,8	3,0	-0,4
3º Quartil	1,3	-1,2	7,4	3,0	3,9	9,6	0,5
Máximo	9,2	7,6	134,4	7,8	51,2	14,4	9,0
Valor típico	1,0	-6,0	4,0	-56,7	0,9	-0,1	-1,0

A Figura 42 evidencia que a maior parte das empresas não se alavancou operacionalmente, destacando-se com índices positivos em ao menos um período examinado as empresas: Andreza, Beira Rio, Cambuci, Daiby, Dakota Nordeste, Dilly Nordeste, Fillis, Jacob, Sândalo, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás do Nordeste. Verifica-se, portanto, que três empresas: Azaléia, Grendene e Vulcabrás, em nenhum período examinado possuíam alavancagem operacional.

Os índices das empresas Andreza, Azaléia, Beira Rio, Cambuci, Daiby, Dakota, Dakota Nordeste, Fillis, Grendene, Jacob, Sândalo, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás, nos períodos em que apresentaram variação negativa nas vendas e no lucro operacional, não constam da Figura 42. Também não houve casos de variações decrescentes do prejuízo operacional, o que indicaria redução do prejuízo em relação ao ano anterior, com variações decrescentes nas vendas. Além disso, foram ignorados os índices da Azaléia (ano 2000), Grendene (anos 2003 e 2006) e Vulcabrás do Nordeste (ano 2005)

**Figura 42: Grau de alavancagem operacional por empresa**

c) Grau de alavancagem total

Do resultado das alavancagens financeira e operacional obtém-se a alavancagem total, evidenciada na Tabela 55, cujo índice-padrão ficou próximo ou igual a zero. Verifica-se

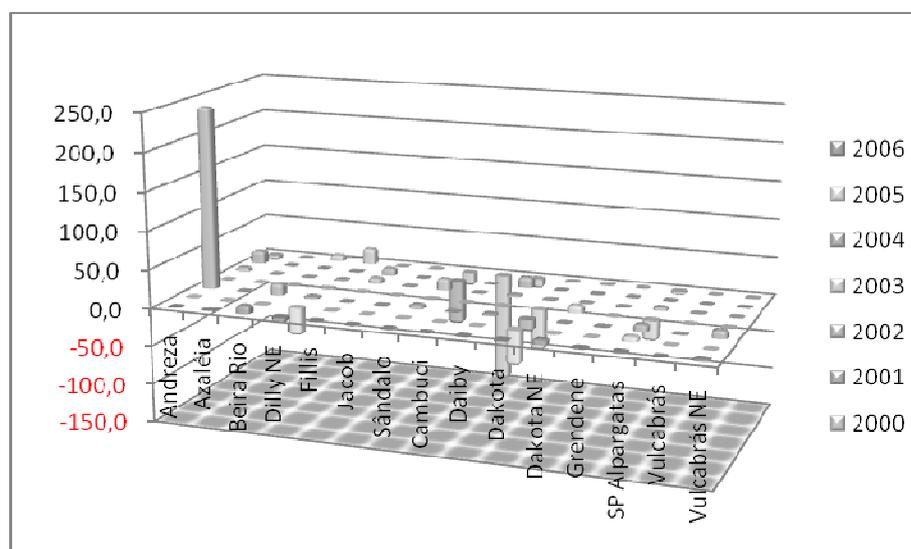
também que somente 25% das empresas, ou menos, obtiveram alavancagem no período, alternando-se entre si, pois as empresas não apresentam uma tendência de comportamento em relação à alavancagem total.

**Tabela 55: Grau de alavancagem total**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-6,6	-46,1	-15,7	-53,5	-	-59,0	-144,8
1º Quartil	-	-0,8	-	-	-	-	-6,0
Índice-padrão	-	-	0,1	-	-	-	-
3º Quartil	0,5	-	7,2	-	3,4	-	-
Máximo	12,1	6,3	241,0	10,9	15,9	17,9	21,9
Valor típico	2,8	-7,8	-5,1	-37,6	8,8	-0,4	-5,8

Influenciado pelos índices da alavancagem operacional, o valor típico mostra-se negativo em cinco períodos e positivo em dois, ao passo que o índice-padrão aproxima-se ou iguala-se a zero. Vale lembrar novamente que tal diferença decorre principalmente do impacto dos índices mínimos e máximos na composição do valor típico.

As empresas Andreza, Beira Rio, Daiby, Dakota Nordeste, Dilly Nordeste, Fillis, Jacob, Sândalo, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás do Nordeste atingiram, em determinados períodos, indicadores positivos, conforme evidenciado pela Figura 43.



**Figura 43: Grau de alavancagem total por empresa**

Nos demais períodos estas empresas juntam-se às demais com índices que apontam falta de lucratividade e redução nas vendas, portanto, inibindo a alavancagem tanto operacional quanto financeira.

#### 4.2.9 Demais indicadores

Outros indicadores auxiliam na indicação do risco de insolvência das empresas, tais como: o efeito tesoura; o coeficiente de *overtrading*; o capital de giro; a taxa de crescimento sustentável; o índice de cobertura de juros e o modelo de previsão de insolvência.

##### a) Efeito tesoura

O efeito tesoura mede a necessidade de capital de giro ante a evolução do capital circulante líquido. Na Tabela 56 é possível perceber que o índice-padrão em determinados períodos registra índices negativos, ou seja, que a necessidade de capital de giro é maior que o capital circulante líquido, estando as empresas sob o efeito tesoura. No entanto, confrontando-se o índice-padrão com o valor típico, verifica-se que somente no ano de 2002 o índice é negativo. Nos demais períodos o valor típico indica capital circulante líquido maior que a necessidade de capital de giro.

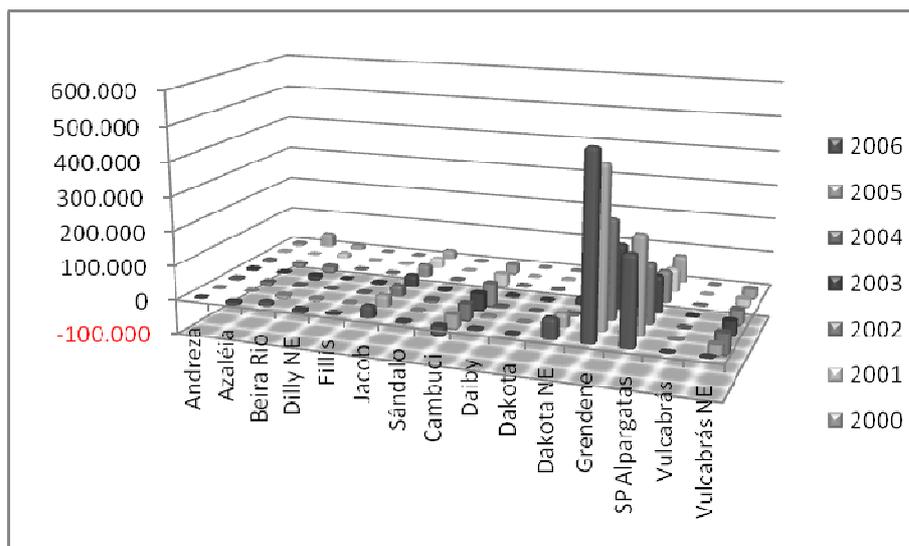
**Tabela 56: Efeito tesoura**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-33.036	-46.744	-68.893	-57.167	-76.543	-43.845	-35.607
1º Quartil	-5.597	-7.439	-8.522	-7.168	-20.363	-3.807	-3.379
Índice-padrão	1.177	1	-345	-116	-3.556	23	-194
3º Quartil	24.898	20.621	5.808	13.260	1.329	2.618	7.170
Máximo	521.854	458.826	284.953	186.412	92.476	70.515	80.374
Valor típico	36.804	31.155	14.975	9.155	-6.510	1.460	3.081

Dentre as empresas próximas ao valor máximo, ou seja, o capital circulante líquido é excedente à necessidade de capital de giro, estão a Grendene e São Paulo Alpargatas. Já próximas ao valor mínimo, que neste caso significa a maior necessidade de capital circulante líquido para fazer frente a necessidade de capital de giro, estão Cambuci e Vulcabrás do Nordeste.

Somente quatro empresas não estiveram sob o efeito tesoura em qualquer dos períodos examinados: Dakota, Jacob, São Paulo Alpargatas e Vulcabrás. Além destas, a empresa Daiby esteve sob efeito tesoura somente no ano 2000. As empresas Cambuci, Sândalo e Vulcabrás do Nordeste, estiveram sob o efeito tesoura em todo o período. Semelhante a elas, a empresa Andreza esteve sob efeito tesoura de 2000 a 2005, tendo uma situação positiva em 2006.

A Figura 44 detalha o comportamento das empresas em relação ao efeito tesoura.



**Figura 44: Efeito tesoura por empresa**

Examinando a relação necessidade de capital de giro, endividamento e imobilização de recursos próprios e não correntes, justifica-se a maior busca das empresas por recursos de terceiros de curto prazo. Da análise dos indicadores de imobilização de recursos não correntes, pressupõe-se que as empresas não utilizaram recursos de curto prazo para tal aplicação e que o excedente dos recursos próprios foi aplicado na atividade operacional, o que ocasionou aumento ou redução do endividamento de curto prazo de acordo com a necessidade de capital de giro e a sobra de recursos próprios para supri-la.

b) Índice de cobertura dos juros

Verifica-se, porém, por meio do índice-padrão evidenciado na Tabela 57, que o lucro operacional foi insuficiente em quatro exercícios para contribuir com a cobertura dos juros (despesas financeiras) originados pela captação dos recursos necessários à atividade. Comparando-se os índices calculados com o EBITDA, verifica-se que os custos e despesas não desembolsáveis exerceram influência entre 15% e 84% no período examinado.

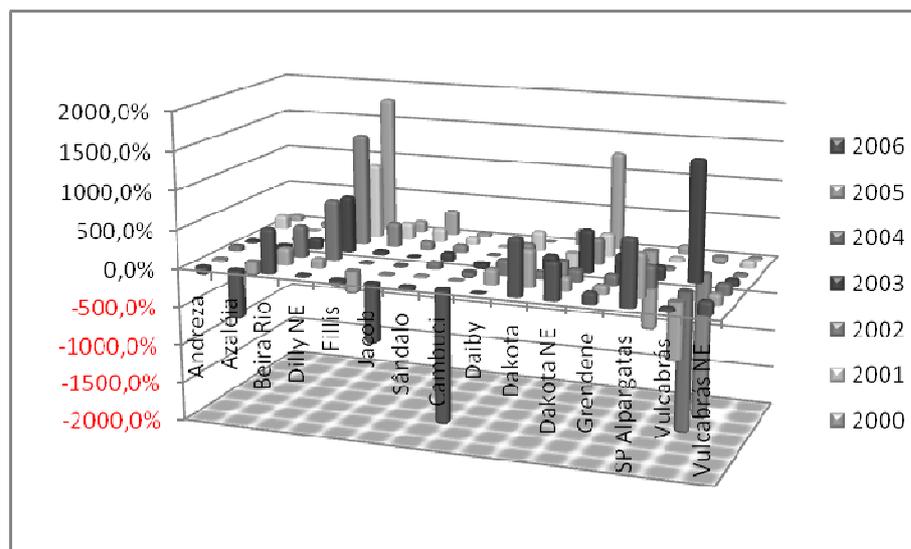
**Tabela 57: Índice de cobertura de juros**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-1718,9%	-758,4%	-1798,6%	-83,8%	-1925,5%	-231,7%	-1082,4%
1º Quartil	-95,6%	-38,7%	-30,1%	46,8%	-23,7%	10,3%	12,8%
Índice-padrão	30,5%	126,1%	95,4%	150,1%	41,0%	143,4%	81,0%
3º Quartil	334,0%	194,5%	189,9%	255,1%	154,7%	250,7%	268,6%
Máximo	849,1%	566,6%	783,7%	1545,2%	1460,0%	975,2%	1792,7%
Valor típico	77,0%	111,7%	82,9%	182,8%	27,0%	127,9%	120,0%

Na comparação do valor típico com o índice-padrão, observa-se que aquele revela comportamento inverso ao índice-padrão somente no ano 2000, quando demonstra que o lucro

operacional contribui para o pagamento de juros e despesas financeiras, ao passo que o índice-padrão demonstra contribuição parcial.

Os índices máximos são apresentados por Dilly Nordeste, Dakota, Dakota Nordeste e Vulcabrás. Já os mínimos pertencem a Azaléia, Cambuci, Dakota, Grendene e Vulcabrás. A Figura 45 ilustra o comportamento das empresas.



**Figura 45: Índice de cobertura de juros por empresa**

Identifica-se que Dakota e Vulcabrás alternam-se entre os extremos, demonstrando volatilidade no desempenho das empresas. Depreende-se também da Figura 45 que, no período examinado, uma faixa de 40% a 60% das empresas conseguiram contribuir com 100% da cobertura dos juros (despesas financeiras), sendo a proporção inversa válida para apurar a quantidade de empresas que não geraram lucro operacional suficiente para tal.

### c) Coeficiente de *overtrading*

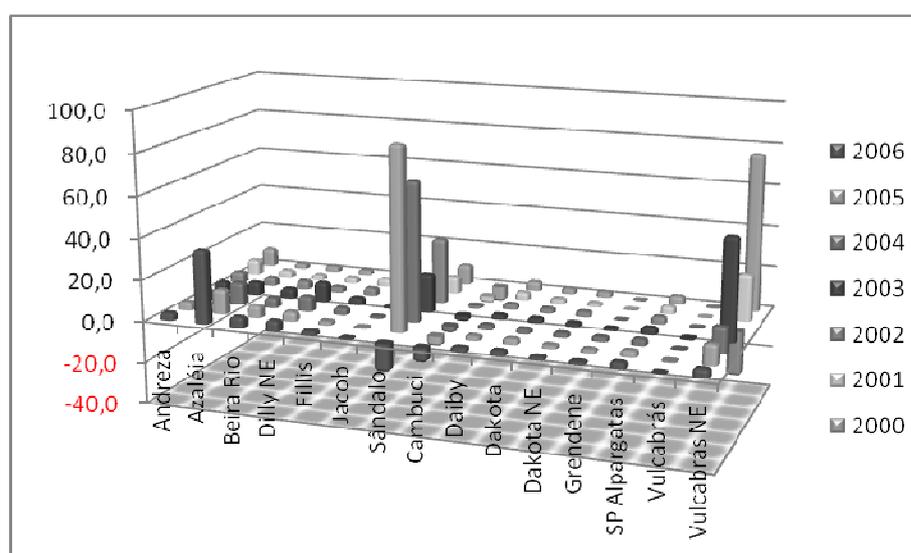
O desempenho das empresas também pode ser verificado pelo coeficiente de *overtrading* visto na Tabela 58, que indica a situação da empresa estimando a capacidade em dias que o capital circulante líquido possui para financiar as vendas da empresa. Dessa forma, quanto mais alto o coeficiente, menor o prazo dessa capacidade. Índices negativos significam que já não há capital circulante líquido.

O índice-padrão para este indicador ficou entre 2,3 e 3,4 giros por ano, ou seja, entre 160 e 106 dias, respectivamente, considerando-se o ano comercial de 360 dias. Já o valor típico apresenta índice mínimo de 2,7 giros e máximo de 4,9 giros por ano, ou seja, entre 134 e 74 dias, respectivamente.

**Tabela 58: Coeficiente de *overtrading***

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-13,7	-4,9	-3,7	-3,0	-21,5	-3,4	-7,4
1º Quartil	1,1	1,8	2,2	1,7	0,7	1,8	2,2
Índice-padrão	2,3	2,9	3,1	3,4	2,7	3,1	2,8
3º Quartil	4,0	5,3	6,5	5,7	4,0	3,9	4,4
Máximo	35,8	87,9	67,5	49,2	31,6	22,8	76,2
Valor típico	2,7	4,9	4,9	4,5	3,6	3,7	4,7

Ressalva-se que neste índice as empresas em melhor situação são as que se localizam no primeiro quartil. Dessa forma, destacam-se Grendene (período pós-reestruturação) e Jacob como as de melhor desempenho e Azaléia, Cambuci, Sândalo e Vulcabrás do Nordeste como as que apresentam maior risco. A Figura 46 revela os índices por empresa.

**Figura 46: Coeficiente de *overtrading* por empresa**

A Sândalo, por exemplo, apresentou em 2005 índice de 87,9, o que representa a capacidade do capital circulante líquido financiar suas vendas por até 4 dias. No ano seguinte, o índice apresentou-se negativo, ou seja, não havia mais capacidade de financiamento utilizando-se o capital circulante líquido.

#### d) Capital de giro

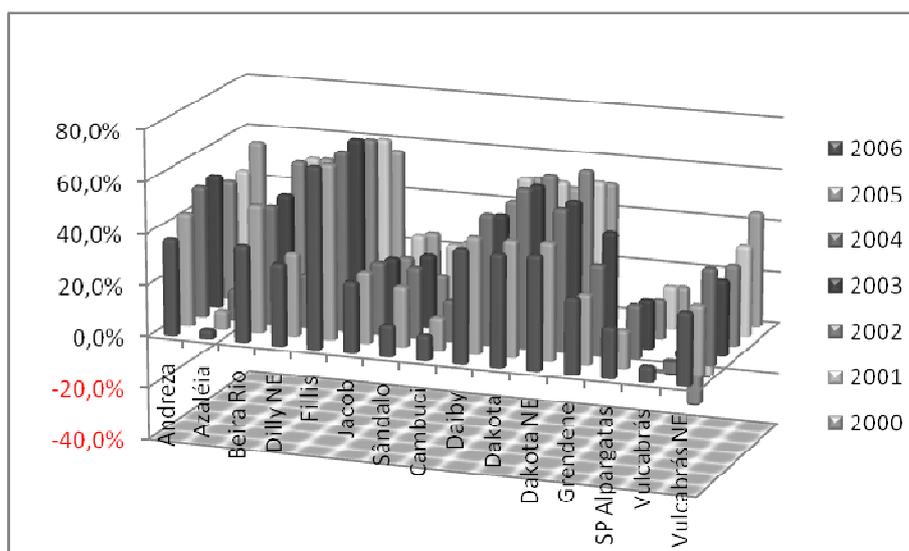
O capital de giro é outro indicador que também auxilia na avaliação financeira da empresa, pois denota a representatividade do capital circulante operacional diante do ativo total da empresa. O índice-padrão para este indicador, evidenciado na Tabela 59, oscilou entre 27,9% e 44,7%. Em todo o período examinado este indicador apresenta empresas com índices entre -25% e 70,9%.

**Tabela 59: Capital de giro**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	3,7%	-0,3%	-5,3%	-2,6%	-25,0%	-17,9%	-7,7%
1º Quartil	15,9%	19,1%	20,6%	18,5%	16,2%	21,3%	18,9%
Índice-padrão	29,5%	27,9%	34,8%	29,2%	31,3%	35,4%	44,7%
3º Quartil	40,5%	45,1%	50,7%	49,6%	56,0%	54,1%	51,1%
Máximo	70,5%	68,0%	69,5%	70,9%	67,6%	64,5%	56,7%
Valor típico	27,6%	27,3%	32,8%	31,8%	28,7%	31,2%	34,1%

Com exceção do ano de 2000, quando o índice-padrão é 31% superior ao valor típico, ambos os índices mostram percentuais de capital de giro semelhantes nos demais períodos, sendo que o índice-padrão mostrou-se superior em cinco anos.

Dentre as que apresentaram maior índice de capital de giro destacam-se as empresas Andreza, Dakota, Dakota Nordeste, Dilly e Fillis, localizadas no quarto quartil, ou seja, entre o 3º quartil e o índice máximo. Das empresas em pior situação, ou seja, próximas ao índice mínimo apurado, somente a Vulcabrás apresentou ausência de capital circulante operacional do ano 2000 a 2005. As demais empresas com índices abaixo de 10% foram: Azaléia, Cambuci e Grendene, conforme Figura 47.

**Figura 47: Capital de giro por empresa**

Percebe-se também, mediante a Figura 47, que o capital de giro de algumas empresas decresceu em relação ao ano de 2000, outras, no entanto, registraram crescimento ou ainda uma mescla alternada entre crescimento e decréscimo.

#### e) Taxa de crescimento sustentável

Complementando as informações geradas pelo capital de giro, a taxa de crescimento sustentável permite verificar qual a taxa mínima de crescimento da empresa utilizando-se da retenção de recursos próprios. A Tabela 60 demonstra que o índice-padrão sofre uma queda

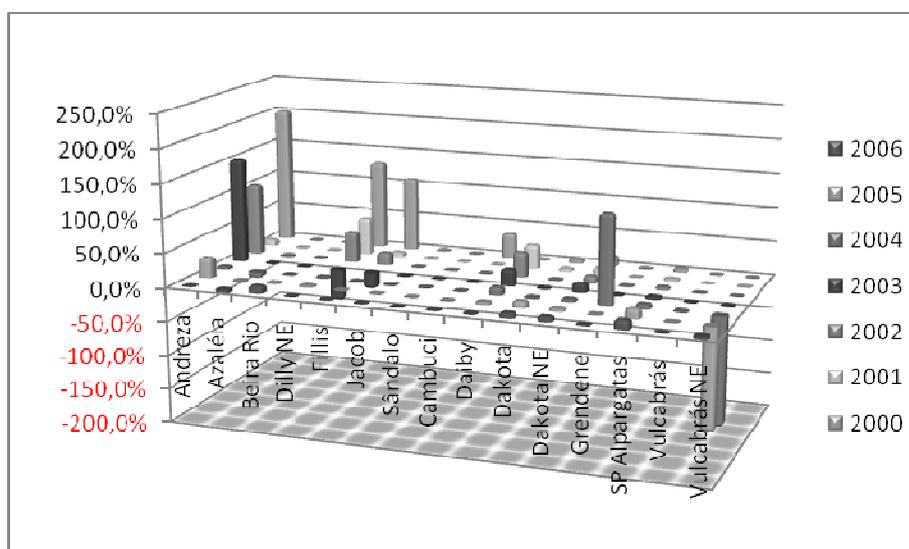
constante no período, caindo de 2% no ano de 2000 para ausência de taxa de crescimento no ano de 2006. Com índices superiores em todo o período, o valor típico difere do índice-padrão e revela que a taxa de crescimento das empresas oscilou entre 5,4% e 39,7%.

**Tabela 60: Taxa de crescimento sustentável**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-7,2%	-147,9%	-157,4%	-46,5%	-1,9%	-0,3%	-0,4%
1º Quartil	-	-	-	-	-	-	-
Índice-padrão	-	0,6%	1,0%	0,3%	0,7%	1,1%	2,0%
3º Quartil	4,2%	4,4%	4,3%	3,0%	15,0%	8,0%	26,7%
Máximo	13,9%	30,1%	129,1%	154,5%	105,3%	55,2%	202,2%
Valor típico	7,4%	5,4%	20,6%	12,9%	28,8%	23,2%	39,7%

Entre as empresas que mantiveram taxas de crescimento sustentável, a Andreza, Dilly Nordeste e Grendene atingiram as maiores taxas. Já as empresas Dakota Nordeste e São Paulo Alpargatas, apresentaram taxas de crescimento durante todo o período.

Já as empresas que não registraram crescimento sustentável destacam-se: Azaléia e Vulcabrás do Nordeste; a primeira por apresentar índices negativos durante todo o período e a segunda por apresentar índices negativos acima de 100% em 2004 e 2005. A Figura 48 evidencia a taxa de crescimento sustentável por empresa.



**Figura 48: Taxa de crescimento sustentável por empresa**

#### f) Previsão de insolvência

Outra forma de verificar a situação das empresas se dá pela aplicação do modelo de previsão de insolvência, o qual permite verificar tendências de uma empresa ser insolvente, mesmo que apresente bons indicadores de desempenho.

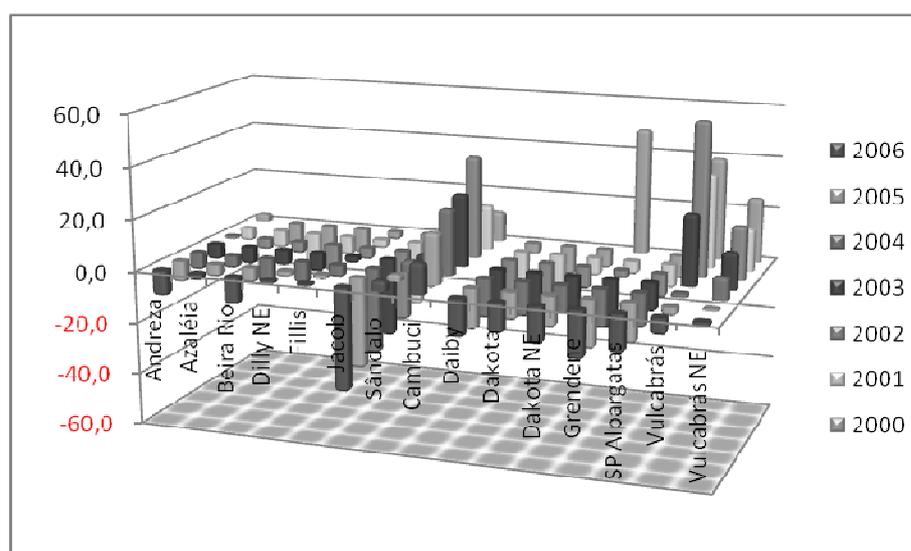
Para a análise deste indicador consideram-se com risco de insolvência as empresas que apresentam índices acima de 0,5. Na Tabela 61, o índice-padrão indica que não há tendência

de insolvência para o grupo de empresas, sendo confirmado pelo valor típico. Destaca-se que para a apuração do índice foram utilizados no modelo de previsão de insolvência os valores típicos de cada índice componente da fórmula. Ressalva-se, porém, que algumas empresas apresentam situações de tendência de insolvência na análise por quartis.

**Tabela 61: Previsão de insolvência**

Indicador	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Mínimo	-40,3	-35,2	-33,6	-30,6	-28,1	-25,5	-22,7
1° Quartil	-14,4	-13,7	-13,4	-12,9	-10,2	-11,0	-10,0
Índice-padrão	-10,2	-6,1	-8,6	-7,0	-4,7	-7,0	-4,7
3° Quartil	-1,9	-2,3	-1,7	0,3	-0,3	-2,4	7,5
Máximo	12,0	19,7	25,4	28,1	59,1	36,3	48,8
Valor típico	-9,8	-8,9	-8,4	-7,0	-2,7	-5,6	-3,9

Dentre as empresas solventes destaca-se a Jacob e dentre as que demonstram tendência de insolvência a Cambuci e a Sândalo. Outras empresas apresentaram tendência de insolvência em apenas um período (Grendene) ou em vários períodos, porém revertendo a tendência ao final do período analisado (Vulcabrás e Vulcabrás do Nordeste).



**Figura 49: Previsão de insolvência por empresa**

Observa-se também na Figura 49 que em 2006, último período analisado, somente duas empresas, Cambuci e Sândalo, ainda apresentavam tendência de insolvência. Essa tendência é refletida em parte pelas consecutivas margens líquidas negativas ou próximas a zero durante todo o período examinado.

Para ampliar e dar maior significado a análise por grupo de indicadores, verifica-se na próxima seção, a aplicação do teste da análise de correlação aos índices-padrão de cada indicador em relação aos índices-padrão dos demais indicadores.

#### 4.2.10 Aplicação da análise de correlação aos indicadores

A análise de correlação foi aplicada aos índices-padrão dos indicadores, com exceção do índice de excelência empresarial, destinado ao *ranking* das empresas, mais o índice de previsão de insolvência. Os resultados da análise (Apêndice A), num total de 435 coeficientes, apontam para 58,6% de correlações positivas, 40,7% de correlações inversas e 0,7% de correlações nulas, conforme revela a Figura 50. Verifica-se também que as correlações positivas e inversas classificadas como baixas ou médias representam 57,5% dos coeficientes.

Correlação positiva			X	Correlação inversa		
Classificação	Intervalo	Quantidade		Quantidade	Intervalo	Classificação
Perfeita	1,00	1				
Muito alta	0,90 a 0,99	7		2	-0,90 a -0,99	Muito alta
Alta	0,70 a 0,89	36		19	-0,70 a -0,89	Alta
Média	0,40 a 0,69	75		46	-0,40 a -0,69	Média
Baixa	0,01 a 0,39	136		110	-0,01 a -0,39	Baixa
Total		255		177	Total	
Nula	0,00	3				

**Figura 50: Comparativo dos resultados das correlações positivas e inversas dos índices-padrão do período 2000 a 2006**

Ao nível de confiança de 99%, foram confirmados 45% dos coeficientes e rejeitados 55% deles. Por exemplo, o teste entre o índice de liquidez geral e o índice de dependência financeira, retornou um intervalo de 0,49, confirmando a correlação que resultou em 0,75.

As correlações nulas foram rejeitadas. Não houve correlação inversa perfeita e a única correlação positiva perfeita foi confirmada, ratificando a correlação entre *cash flow* e retorno sobre o ativo, tendo ambos os índices o resultado operacional e o ativo operacional inerentes ao cálculo.

A correlação entre índices de liquidez, rentabilidade e endividamento reafirmaram a análise, visto que a liquidez geral apresenta correlação inversa alta com índices de lucratividade (margem bruta; margem operacional), rentabilidade (índice de desempenho empresarial; retorno sobre o ativo) e dependência financeira (dependência financeira, participação do capital de terceiros), ou seja, pode-se dizer pela análise que quanto maior a liquidez, menor a rentabilidade e o endividamento. Ratifica também as correlações do efeito tesoura (capital circulante líquido ante a necessidade de capital de giro), pois à medida que este índice aumenta, aumenta também a liquidez e reduz a lucratividade e rentabilidade, bem como a dependência financeira em coeficientes de correlação médios e altos.

Observando-se o grupo de indicadores de lucratividade entre si, nota-se alta correlação entre as margens operacional e bruta, baixa correlação entre as margens operacional e líquida, e correlação inversa média entre as margens bruta líquida. Estas últimas correlações evidenciam a influência do resultado financeiro e não operacional, bem como da equivalência patrimonial no resultado do exercício, distinguindo-o do resultado operacional, cuja análise mais detalhada encontra-se na seção 4.1.

A análise de correlação evidencia também a falta de clareza nas relações entre o indicador efeito tesoura, endividamento de curto prazo e imobilização de recursos próprios, expressa na abertura da seção 4.2, pois o índice-padrão demonstra que à medida que o capital circulante líquido torna-se sobressalente à necessidade de capital de giro, há um crescimento da imobilização de recursos próprios (0,68) e uma baixa redução do endividamento de curto prazo (-0,34), evidenciando divergências com a análise individualizada das empresas.

Ainda em relação à lucratividade, verifica-se que os indicadores do EBITDA correlacionam-se inversamente com o endividamento de curto prazo e com os índices de imobilização, porém de forma positiva com o endividamento em geral. Já os índices de imobilização correlacionam-se também de forma inversa com o grau de alavancagem operacional, denotando que a aplicação de recursos em ativo fixo reduz a lucratividade da operação.

Pela análise de correlação, assim como na análise por grupo de indicadores, evidencia-se que além dos fatores apontados pela teoria, como, por exemplo, a relação liquidez, rentabilidade e endividamento; ou ainda, capital circulante líquido, endividamento e imobilizações de recursos próprios, as empresas possuem particularidades inerentes ao processo de gestão. Reforça-se que em decorrência das limitações no uso de simples correlações entre variáveis, o uso de ferramentas estatísticas que verifiquem a relação causal entre elas é indicado, porém dado o escopo desta pesquisa, tal verificação não foi realizada.

Depois de descrever a análise por grupo de indicadores e os resultados do teste de correlação a que foram submetidos os índices-padrão de cada grupo, destina-se a próxima seção à classificação das empresas.

### 4.3 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS

Depois de analisadas as empresas de forma individual e coletiva, mediante adaptações da metodologia utilizada pela Exame Melhores e Maiores, destina-se essa seção a estruturar

um *ranking* que demonstre a colocação das empresas em relação ao seu desempenho no período examinado.

Ressalva-se que Dakota e Vulcabrás do Nordeste, por não terem informações sobre as vendas do ano de 1999, não pontuaram no item crescimento em vendas do ano 2000, devido à falta de parâmetro de comparabilidade. Na pontuação atribuída aos investimentos no imobilizado, está considerado o montante nominal que cada empresa investiu no ano, sem observar a relação destes valores com o porte da empresa. De forma semelhante, a apuração do item liderança de mercado classifica as empresas em relação às vendas totais do grupo de empresas pesquisadas.

Da análise por critério de classificação, fazem-se as seguintes observações:

- a) São Paulo Alpargatas lidera em investimentos no imobilizado e em liderança de mercado, podendo-se deduzir que a estrutura fabril recebeu investimentos para mantê-la como a empresa de maior valor em vendas.
- b) Dilly Nordeste lidera o crescimento em vendas e o retorno sobre o patrimônio líquido, pressupondo-se que o aumento em vendas da empresa refletiu positivamente no aumento do seu lucro operacional.
- c) Calçados Jacob lidera em liquidez corrente, porém nos demais indicadores situa-se entre a 12<sup>a</sup> e 15<sup>a</sup> colocação, reforçando que a opção por maior segurança induz a empresa a menor lucratividade e rentabilidade, bem como estabilidade no nível das atividades operacionais.

Para chegar à classificação geral do período examinado, foi examinada ano a ano a classificação de cada empresa em relação aos indicadores de crescimento em vendas, investimentos no imobilizado, liderança de mercado, liquidez corrente e retorno sobre o patrimônio líquido, lembrando que foi atribuído um peso para cada indicador, sendo 12, 18, 18, 23 e 29, respectivamente.

No critério crescimento em vendas, a empresa líder, Dilly Nordeste, cresceu aproximadamente 648% comparando-se as vendas do ano de 2006 em relação às do ano 2000, sendo a única empresa que apresentou crescimento em todos os períodos. Quanto à empresa Jacob, última colocada, houve uma redução nas suas vendas próxima a 72%, comparando-se os mesmos períodos. A Tabela 62 ilustra a classificação das empresas de acordo com o indicador crescimento em vendas.

**Tabela 62: Classificação das empresas por crescimento em vendas**

Classificação	Nome da empresa
1º lugar	Dilly Nordeste S/A
2º lugar	Vulcabrás do Nordeste S/A
3º lugar	Dakota Nordeste S/A
4º lugar	São Paulo Alpargatas S/A
5º lugar	Calçados Andreza S/A
6º lugar	Daiby S/A
7º lugar	Calçados Beira Rio S/A
8º lugar	Calçados Fillis S/A
9º lugar	Calçados Sândalo S/A
10º lugar	Cambuci S/A
11º lugar	Vulcabrás S/A
12º lugar	Dakota S/A
13º lugar	Calçados Azaléia S/A
14º lugar	Grendene S/A
15º lugar	Calçados Jacob S/A

Em relação ao critério investimento no imobilizado (Tabela 63), a empresa líder foi a São Paulo Alpargatas, com investimentos superiores a R\$ 260 milhões no período de 2000 a 2006. A segunda colocada, empresa Vulcabrás do Nordeste investiu próximo a R\$ 100 milhões e a última colocada, Vulcabrás, investiu próximo a R\$ 230 mil, ressaltando-se que se trata de uma empresa controladora de baixa atividade operacional própria.

**Tabela 63: Classificação das empresas por investimento no imobilizado**

Classificação	Nome da empresa
1º lugar	São Paulo Alpargatas S/A
2º lugar	Vulcabrás do Nordeste S/A
3º lugar	Calçados Azaléia S/A
4º lugar	Grendene S/A
5º lugar	Dilly Nordeste S/A
6º lugar	Cambuci S/A
7º lugar	Calçados Beira Rio S/A
8º lugar	Dakota Nordeste S/A
9º lugar	Dakota S/A
10º lugar	Calçados Andreza S/A
11º lugar	Daiby S/A
12º lugar	Calçados Fillis S/A
13º lugar	Calçados Sândalo S/A
14º lugar	Calçados Jacob S/A
15º lugar	Vulcabrás S/A

Destaca-se também no quesito imobilizado, os investimentos da Grendene, cujo montante ficou próximo a R\$ 200 milhões. Porém, é importante lembrar que a classificação ocorre pelo conjunto de posições conquistadas nos períodos examinados e não pelo montante aplicado.

Com vendas líquidas acima de R\$ 6,7 bilhões, referente ao valor acumulado do período de 2000 a 2006, a São Paulo Alpargatas também conquistou a primeira colocação no indicador líder de mercado, conforme Tabela 64. Suas vendas representam aproximadamente 28% do valor acumulado do grupo de empresas pesquisadas no mesmo período. Outras empresas que se destacam por terem valor acumulado de vendas líquidas, no período de 2000 a 2006, superior a R\$ 1 milhão são: Grendene (R\$ 4,2 bilhões), Azaléia (R\$ 3,9 bilhões), Vulcabras e Beira Rio (R\$ 1,8 bilhões cada empresa) e Dakota Nordeste (R\$ 1,4 bilhões).

**Tabela 64: Classificação das empresas por liderança de mercado**

Classificação	Nome da empresa
1º lugar	São Paulo Alpargatas S/A
2º lugar	Calçados Azaléia S/A
3º lugar	Vulcabras do Nordeste S/A
4º lugar	Calçados Beira Rio S/A
5º lugar	Dakota Nordeste S/A
6º lugar	Cambuci S/A
7º lugar	Grendene S/A
8º lugar	Calçados Andreza S/A
9º lugar	Dakota S/A
10º lugar	Dilly Nordeste S/A
11º lugar	Daiby S/A
12º lugar	Calçados Jacob S/A
13º lugar	Calçados Sândalo S/A
14º lugar	Calçados Fillis S/A
15º lugar	Vulcabras S/A

A utilização das vendas líquidas e não das vendas brutas para o cálculo do indicador de liderança de mercado procura eliminar a influência dos impostos incidentes sobre as vendas no mercado brasileiro, ante a não incidência nas vendas ao mercado externo, visto que as empresas participam de ambos os mercados.

No que tange ao indicador liquidez corrente (Tabela 65), a liderança ficou com a empresa Calçados Jacob, que aparentemente optou por maior segurança e menor exposição ao risco da atividade. Com índice que cresce de 4,2 (ano de 2000) para 26,5 (ano de 2006).

Com exceção da Grendene, que no ano de 2000 apresentou um índice de liquidez corrente de 12,4, as empresas com maior liquidez não ultrapassaram o índice de \$ 10 de ativo circulante para cada \$ 1 de passivo circulante, destacando-se além da Grendene, as empresas Dakota e Daiby.

Já a empresa Cambuci, última colocada entre as empresas, não apresenta liquidez corrente, sendo seu passivo circulante maior que o ativo circulante em todos os períodos examinados.

**Tabela 65: Classificação das empresas por liquidez corrente**

Classificação	Nome da empresa
1º lugar	Calçados Jacob S/A
2º lugar	Dakota S/A
3º lugar	Daiby S/A
4º lugar	Dakota Nordeste S/A
5º lugar	Grendene S/A
6º lugar	Calçados Beira Rio S/A
7º lugar	Calçados Fillis S/A
8º lugar	São Paulo Alpargatas S/A
9º lugar	Dilly Nordeste S/A
10º lugar	Calçados Andreza S/A
11º lugar	Calçados Azaléia S/A
12º lugar	Calçados Sândalo S/A
13º lugar	Vulcabras do Nordeste S/A
14º lugar	Vulcabras S/A
15º lugar	Cambuci S/A

Em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido, verifica-se na Tabela 66, a liderança da Dilly Nordeste, que também lidera o crescimento em vendas, pressupondo-se que estas propiciaram o aumento do lucro operacional.

Acompanhada da Dakota Nordeste e São Paulo Alpargatas forma o conjunto de três empresas que apresentaram retorno maior que zero em todos os períodos examinados. As demais empresas apresentaram ora retorno positivo, ora retorno nulo ou negativo, significando prejuízo operacional no exercício.

**Tabela 66: Classificação das empresas por retorno sobre o patrimônio líquido**

Classificação	Nome da empresa
1º lugar	Dilly Nordeste S/A
2º lugar	Calçados Andreza S/A
3º lugar	Dakota Nordeste S/A
4º lugar	Daiby S/A
5º lugar	Calçados Beira Rio S/A
6º lugar	São Paulo Alpargatas S/A
7º lugar	Grendene S/A
8º lugar	Cambuci S/A
9º lugar	Calçados Sândalo S/A
10º lugar	Vulcabras do Nordeste S/A
11º lugar	Calçados Fillis S/A
12º lugar	Dakota S/A
13º lugar	Calçados Jacob S/A
14º lugar	Vulcabras S/A
15º lugar	Calçados Azaléia S/A

Quanto à classificação geral, exceto nos anos de 2005 e 2006 em relação à empresa líder e nos anos de 2000, 2001, 2003, 2004 e 2005 em relação à última colocada, houve grande volatilidade no posicionamento das empresas, conforme demonstrado na Tabela 67.

**Tabela 67: Classificação geral das empresas por ano**

Empresa	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Calçados Andreza S/A	14°	12°	7°	6°	5°	2°	7°
Calçados Azaléia S/A	10°	9°	12°	13°	12°	9°	8°
Calçados Beira Rio S/A	3°	3°	6°	9°	11°	4°	1°
Dilly Nordeste S/A	6°	4°	3°	3°	3°	1°	2°
Calçados Fillis S/A	12°	13°	14°	11°	6°	5°	11°
Calçados Jacob S/A	11°	11°	13°	12°	7°	8°	3°
Calçados Sândalo S/A	15°	14°	10°	14°	10°	12°	12°
Cambuci S/A	8°	10°	11°	10°	9°	13°	4°
Daiby S/A	9°	8°	5°	7°	1°	3°	9°
Dakota S/A	7°	7°	8°	5°	13°	11°	10°
Dakota Nordeste S/A	4°	6°	9°	2°	2°	6°	6°
Grendene S/A	5°	2°	1°	1°	15°	14°	14°
São Paulo Alpargatas S/A	1°	1°	4°	4°	4°	7°	5°
Vulcabrás S/A	13°	15°	15°	15°	14°	15°	15°
Vulcabrás do Nordeste S/A	2°	5°	2°	8°	8°	10°	13°

Na Tabela 68 evidencia-se a classificação geral das empresas no período examinado, tendo a empresa Dilly Nordeste conquistado o 1° lugar, a São Paulo Alpargatas o 2° e assim sucessivamente até a última colocada Vulcabrás.

**Tabela 68: Classificação geral das empresas**

Classificação	Nome da empresa
1° lugar	Dilly Nordeste S/A
2° lugar	São Paulo Alpargatas S/A
3° lugar	Dakota Nordeste S/A
4° lugar	Calçados Beira Rio S/A
5° lugar	Daiby S/A
6° lugar	Vulcabrás Nordeste S/A
7° lugar	Grendene S/A
8° lugar	Calçados Andreza S/A
9° lugar	Dakota S/A
10° lugar	Calçados Jacob S/A Cambuci S/A
12° lugar	Calçados Fillis S/A
13° lugar	Calçados Azaléia S/A
14° lugar	Calçados Sândalo S/A
15° lugar	Vulcabrás S/A

Vale lembrar que a classificação geral resulta da soma das posições ocupadas pelas empresas em cada período, ficando em 1° lugar a que somar menos pontos, ou seja, a que

obteve as melhores classificações nos períodos examinados. Por exemplo, a empresa líder somou, conforme a Tabela 67, 22 pontos ( $6^{\circ}+4^{\circ}+3^{\circ}+3^{\circ}+3^{\circ}+1^{\circ}+2^{\circ}$ ), a 2ª colocada somou 26 pontos e assim consecutivamente até a 15ª que somou 102 pontos.

Na análise da Tabela 68 e demais tabelas dessa seção, verifica-se que Dilly Nordeste e São Paulo Alpargatas foram as empresas que se destacaram no quesito vendas, quer seja pelo crescimento em vendas, quer seja pela liderança de mercado. A primeira associando as vendas ao aumento do lucro operacional e a segunda a provável renovação e/ou ampliação da sua estrutura fabril. Verifica-se, também, um movimento inverso dessas empresas ao longo do período de 2000 a 2006. A São Paulo Alpargatas melhorou seu posicionamento, encerrando o ano de 2006 como a empresa líder do *ranking*, cujo resultado é confirmado pela publicação Exame (2007), enquanto que a Dilly Nordeste decrescem, encerrando o ano em 6º lugar.

## 5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

### 5.1 CONCLUSÃO

Conforme planejado evidenciou-se os índices de cada empresa, bem como os índices-padrão do grupo de empresas analisadas. Ainda, mediante a utilização da metodologia criada pela publicação Exame Melhores e Maiores, as empresas receberam pontuação para o respectivo *ranking*, permitindo definir qual a melhor dentre elas segundo o critério adotado. Atingiu-se, dessa forma, o objetivo de analisar o desempenho econômico-financeiro de empresas calçadistas brasileiras no período de 2000 a 2006, ao qual se propôs esta pesquisa.

A análise revelou que a correlação entre liquidez, rentabilidade e endividamento (seção 2.2.3.7) em parte se confirma. Verificou-se que cerca de 50% das empresas que optaram por maior liquidez obtiveram menor rentabilidade e menor captação de recursos de terceiros. Contrariamente, empresas com maior rentabilidade optaram por risco maior, menor liquidez e maior captação de capital de terceiros.

Outra constatação originada pela análise se dá no relacionamento do capital circulante líquido, endividamento e imobilização de recursos. Percebe-se uma tendência de que a redução no nível de imobilização de recursos provoca um aumento no capital circulante líquido e uma redução no nível de endividamento. Essas tendências reveladas pela análise dos indicadores foram também demonstradas na análise de correlação, cujos coeficientes ratificam os resultados.

Conforme descrito no capítulo 4, as empresas apresentaram basicamente três situações: opção por maior retenção de caixa e conseqüente redução da atividade operacional com redução da rentabilidade, opção por redução da atividade operacional e investimentos no mercado financeiro, opção por investimentos na atividade operacional própria ou das controladas com recursos próprios e/ou de terceiros.

O exame dos indicadores apurados revelou, porém, que não houve períodos de desempenho econômico-financeiro uniforme entre as empresas, influenciado, por exemplo, pelas condições mercadológicas da época, impossibilitando a identificação de características comuns entre as empresas calçadistas. Mesmo com algumas limitações, entre elas a impossibilidade de certificar a qualidade da procedência das informações contidas nas demonstrações contábeis, a análise dos indicadores permitiu identificar particularidades de cada empresa e do conjunto de empresas por meio dos índices-padrão.

Os resultados da análise dos índices-padrão apontam que durante o período de 2000 a 2006 houve estabilidade nos índices de liquidez e melhora nos índices de solvência. A atividade operacional apresentou redução nas vendas, que acompanhada de uma redução não proporcional dos custos e despesas operacionais, provavelmente em função dos custos fixos, refletiu na queda da lucratividade e rentabilidade. Essa queda foi acompanhada também pela redução do capital de giro e da capacidade de cobertura dos juros e despesas financeiras. Além disso, houve aumento nos prazos médios de estocagem e recebimento.

Por conseguinte, as empresas apresentaram redução no giro do ativo e estabilidade nos índices de imobilização, tanto com recursos próprios quanto com recursos de terceiros. Evidencia-se também a estagnação das taxas de crescimento com recursos próprios e a ausência de alavancagem. Em contrapartida das perdas na atividade operacional, as empresas recorreram a ganhos no mercado financeiro, que somados aos ganhos com equivalência patrimonial e outros resultados não operacionais compensaram os prejuízos da atividade operacional, propiciando aumentos na margem líquida das empresas.

Durante o período houve também redução na dependência financeira das empresas, característica de curto prazo. Os índices de endividamento de curto prazo e de participação do capital de terceiros sobre o capital próprio mostraram-se estáveis.

As comparações do índice-padrão com o valor típico revelaram baixa proximidade entre os dois índices. Ao passo que o índice-padrão representa a mediana dos indicadores, o valor típico é formado também pelos valores mínimos e máximos de cada grupo de indicadores; e ilustra o impacto dos diferentes desempenhos apresentados pelas empresas. Em amostras maiores, tais índices tendem a apresentar maior proximidade.

O *ranking* demonstrou variações nas posições das empresas entre os períodos. Empresas situadas nas últimas e primeiras colocações invertem de posição durante o período, ao passo que outras se alternam entre as posições medianas, comprovando os resultados da análise que indica ausência de desempenho econômico-financeiro uniforme entre as empresas no período examinado.

A falta de informações sobre a receita de vendas para o mercado externo e para o mercado interno impossibilitou verificar com maior profundidade as influências da política cambial nos resultados das empresas. Essas informações permitiriam a comparação do comportamento das exportações das empresas com as do setor, evidenciadas nos estudos publicados por órgãos do governo ou associação das indústrias. A análise dos efeitos da valorização da moeda brasileira nos resultados das empresas também ficou prejudicada.

Informações sobre o desempenho econômico-financeiro do setor também são desconhecidas. Os estudos existentes baseiam-se nas empresas que publicam suas demonstrações contábeis e/ou respondem aos questionários enviados por órgãos de pesquisa. Assim, presume-se, por exemplo, que as informações sobre a liderança de mercado entre as empresas examinadas não muda em relação ao setor.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES

O escopo desta pesquisa foi identificar o desempenho econômico-financeiro de indústrias calçadistas brasileiras, utilizando-se da análise das demonstrações contábeis fundamentada por índices-padrão. Contudo, identificou-se a possibilidade de novos estudos relacionados ao tema, sugeridos a seguir.

Dada a importância das exportações para as empresas calçadistas, recomenda-se analisar separadamente os resultados de indústrias exclusivamente exportadoras com os resultados de indústrias exclusivamente voltadas ao mercado interno. Pode-se, ainda, segregar os resultados de empresas que compartilham atividades de vendas tanto para o mercado internacional como para o mercado nacional, a fim de verificar a contribuição de cada um na composição do resultado operacional e os efeitos do câmbio no resultado. Além disso, sugere-se identificar os efeitos da pressão sofrida pela migração das empresas do mercado externo para o mercado doméstico, no faturamento e no volume de vendas do setor.

Outros estudos podem testar os resultados obtidos com novos indicadores ou pela aplicação de outras técnicas estatísticas, bem como novos critérios de elaboração do *ranking* de classificação das empresas. Podem também extrapolar a análise de correlação por empresa ou ainda submeter os resultados obtidos na análise de correlação ao Método da Causalidade de Granger, a fim de verificar o sentido causal entre as variáveis.

A ampliação do período analisado incluindo empresas constituídas ou falidas durante o período é sugerida para que seja possível identificar o comportamento das indústrias e sua correlação com a época, propiciando o conhecimento do sucesso ou insucesso das indústrias.

Novos estudos são pertinentes também para viabilizar a comparabilidade dos resultados das indústrias calçadistas brasileiras com indústrias localizadas em outros países, comparando o resultado dos *clusters* brasileiros com *clusters* da Europa, América do Norte, Ásia etc.

Demonstra-se então que há um grande campo de pesquisas para ser explorado em novos estudos, o que fundamentalmente contribuirá para o conhecimento de um setor de grande relevância no cenário econômico-financeiro mundial, mas que, no Brasil, por ser constituído na sua maioria por pequenas indústrias, possui uma grande lacuna de informações a ser preenchida.

## REFERÊNCIAS

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2000**. Novo Hamburgo: 2000.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2001**. Novo Hamburgo: 2001.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2002**. Novo Hamburgo: 2002.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2003**. Novo Hamburgo: 2003.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2004**. Novo Hamburgo: 2004.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2005**. Novo Hamburgo: 2005.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2006**. Novo Hamburgo: 2006.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Resenha Estatística 2007**. Novo Hamburgo: 2007.

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Fabricantes nacionais**. Disponível em: <[http://www.abicalcados.com.br/index.php?page=pesquisa\\_fabricantes](http://www.abicalcados.com.br/index.php?page=pesquisa_fabricantes)>. Acesso em 07 mai. 2007(a).

ABICALÇADOS – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados. **Estatísticas**. Disponível em: <<http://www.abicalcados.com.br/estatisticas.html>>. Acesso em 06 mar. 2008.

ALTENBURG, Tilman; SCHMITZ, Hubert, STAMM, Andrea. **Breakthrough? China's and India's Transition**. Article in press. World Development (2007), doi:10.1016/j.Worlddev.2007.06.011

AMANHÃ. **Grandes e líderes**. Porto Alegre: Amanhã, ano 21, n. 234, ago. 2007.

AMANHÃ. **Grandes e líderes**. Porto Alegre: Amanhã, ano 20, n. 212, jul. 2005.

AMÉRICA ECONOMIA. **As maiores empresas da América Latina**. São Paulo: América Economia, n. 326, jul. 2006. Edição Brasil.

AMIGHINI, Alessia; RABELLOTTI, Roberta. **The effects of globalisation on industrial districts in Italy**: evidence from the footwear sector. 43rd European Congress of the Regional Science Association. University of Jyväskylä. Finland. August 27-30, 2003.

AQUINO, André Carlos Busanelli de; TACHIBANA, Wilson Kendy. **Avaliação de desempenho nas empresas de construção civil, como apoio à tomada de decisão**. VI Congresso Brasileiro de Custos. USP, São Paulo: Anais, 1999.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSINTECAL. **Exportações de calçados chineses para a Europa aumentam quase 10%**. 05 dez. 2007. Disponível em: <[http://www.assintecal.org.br/assintecal/web/imprime\\_conteudo.asp?codConteudo=20750](http://www.assintecal.org.br/assintecal/web/imprime_conteudo.asp?codConteudo=20750)>. Acesso em 06 dez. 2007.

BACEN. **Cotações e boletins**. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www5.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpeq.asp?id=txcotacao>>. Acesso em 14 jan. 2008.

BACEN. **Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic**. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/copom/port/taxaselic.asp>>. Acesso em 03 abr. 2008(a).

BALANÇO ANUAL. **As melhores empresas brasileiras**. São Paulo: Gazeta Mercantil, ano XXIX, n. 29, ago. 2005.

BARBOSA, Eduardo; ALVIM, Augusto Mussi. **As exportações de calçados do Rio Grande do Sul: uma avaliação dos efeitos da política cambial brasileira e dos condicionantes externos no período 2000-2005**. 3. Encontro de Economia Gaúcha. 25 e 26 de maio de 2006. Prédio 50 da PUCRS.

BERTOLDI, João. **O painel estratégico como ferramenta de avaliação de desempenho: uma abordagem conceitual em uma empresa do ramo metalúrgico**. Dissertação de Mestrado em Administração. UFRGS, Jaraguá do Sul, 2003.

BERTON, Luiz Hamilton. **Indicadores de desempenho e as práticas de boa governança corporativa**. Tese de Doutorado em Engenharia da Produção. UFSC, 2003.

BNDES. **O setor de calçados no Brasil**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Informe setorial, área industrial, Rio de Janeiro, n.13, mai. 1998.

BNDES. **A indústria calçadista no Brasil**. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Informe setorial, área industrial, Rio de Janeiro, jul. 2006, n.1.

BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Paulo: USP, 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Empresas – para investidores – empresas listadas – setor de atuação**. Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InformacoesEmpresas/ExecutaAcaoConsultaSetorMerc.asp?Segmento=Calçados>>. Acessos de set. 2006 a mai. 2007.

**BRADESCO. Indicadores Econômicos – Nível de Atividade e Empregos.** Apresentações DEPEC. Última atualização em 23 out. 2007. Disponível em:

<[http://www.economiaemdia.com.br/br/fazdownload.asp?file=W%3a%2fWebSite%2fWwwMaster%2fBradescoEconomiaEmDia%2fbr%2fpdf%2fproducao%2findicadores\\_23\\_10\\_07\\_emprego.pdf&size=1969973&name=indicadores\\_23\\_10\\_07\\_emprego.pdf](http://www.economiaemdia.com.br/br/fazdownload.asp?file=W%3a%2fWebSite%2fWwwMaster%2fBradescoEconomiaEmDia%2fbr%2fpdf%2fproducao%2findicadores_23_10_07_emprego.pdf&size=1969973&name=indicadores_23_10_07_emprego.pdf)> Acesso em 11 jan. 2008.

**BRASIL, Ministério da Defesa; Exército Brasileiro. Indicadores de desempenho:** sistema de medição do desempenho organizacional. Nota de instrução. Brasília: 2004.

**BRENNER, Geraldo. A indústria de calçados no Brasil:** Trabalho, competição e produtividade. Dissertação de mestrado em Economia. Porto Alegre: UFRGS, 1990.

**BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de grandes empresas.** I Congresso USP Contabilidade e Controladoria. São Paulo: 2001.

**BRITTO, João Carlos. Estratégias de marketing internacional nas empresas calçadistas exportadoras do Rio Grande do Sul.** Dissertação de mestrado em Administração. São Leopoldo: UNISINOS, 2001.

**BROWN, Lynn; FULLER, Frank; KIRBY, Floyd W. DuPont and the IRS:** Useful information from the tax return. *The Journal of Bank Cost & Management Accounting*; 12, 1, 1999.

**CAETANO, Eliza. Indústria calçadista mineira está otimista com coleção de inverno.** ASN - Agência SEBRAE de Notícias – DF. 25 fev. 2008. Disponível em: <[http://asn.interjornal.com.br/noticia\\_pdf.kmf?noticia=6990468](http://asn.interjornal.com.br/noticia_pdf.kmf?noticia=6990468)>. Acesso em 02 abr. 2008.

**CANTIZANI FILHO, Antonio. Competitividade internacional do calçado brasileiro com estudo de caso de um curtume integrado.** Tese de doutorado em Engenharia da Produção. São Paulo: USP, 2003.

**CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior.** Banco de teses. Disponível em: <<http://www.capes.gov.br/servicos/bancoteses.html>>. Acesso em 08 jul. 2007.

**CARDOSO, Ricardo Lopes. Os indicadores de desempenho, suas classificações e relevância para o sistema de medição.** VIII Congresso Brasileiro de Custos. Unisinos, São Leopoldo, 2001.

**CARLONI, Alessandro Ramos; COSTA, Achyles Barcelos da; GARCIA, Renato. Setor de calçados:** competitividade, mudança tecnológica e organizacional. Brasília: SENAI, 2007. 91 p.: il. (Série Estudos setoriais, 8).

**CARVALHO, Blair de Faria. Análise da situação econômico-financeira de cooperativas do setor leiteiro do Estado de Minas Gerais.** Dissertação de mestrado em Economia. Viçosa: UFV, 2002.

CARVALHO, Denise. **Dois irmãos contra a China**. Portal Exame - Portal EXAME - Negócios Economia Marketing Finanças C. Editora Abril, 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.uol.com.br/revista/exame/edicoes/0898/negocios/m0134338.html>>. Acesso em 27 jul. 2007.

CARVALHO, Monica de. **Barreiras à Exportação: Sua Influência na Continuidade da Atividade Exportadora na Indústria Brasileira de Calçados**. Dissertação de mestrado em Administração. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996.

CASAGRANDE, Zairo José. **Proposta de sociedade local de garantia solidária para micro e pequenas empresas**. Dissertação de mestrado em Engenharia. Florianópolis: UFSC, 2001.

CASTRO JÚNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de. **Previsão de insolvência de empresas brasileiras usando análise discriminante, regressão logística e redes neurais**. Dissertação de mestrado em Administração. São Paulo: FEA/USP, 2003.

CASTRO, Paulo Zirnberger de. **A indústria de calçados masculinos de couro: análise da vantagem competitiva brasileira**. Dissertação de mestrado em Administração. São Paulo: FGV, 1997.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução CFC nº 1.049/05**. Brasília: CFC, 2005.

CHANG, Wen-Long; CHANG, Kevin Wen-Ching; HSIN, Jasmine Yi-Hsuan. **Analysis of Financial Performance by Strategic Groups of Digital Learning Industry in Taiwan**. *Journal of American Academy of Business, Cambridge*; Sep 2006; 10, 1; pg. 298-304.

CHAVES, Alexandre Farias. **Desafios da longevidade saudável: um estudo de caso na São Paulo Alpargatas S.A.** Dissertação de mestrado em Administração. Rio de Janeiro: UFRJ, 2006.

COLLINS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **As 500 maiores sociedades anônimas do Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, vol. 59, n. 8, ago. 2005.

CONJUNTURA ECONÔMICA. **As 500 maiores sociedades anônimas do Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, vol. 61, n. 8, ago. 2007.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pámela S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7.ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORAG – Companhia Rio-grandense de Artes Gráficas. **Diário Oficial da Indústria e Comércio**. Diário Oficial do Estado do Rio Grande do Sul. Disponível em: <<https://www.corag.com.br/diario/jornal.php?jornal=ind>>. Acessos de set. 2006 a mai. 2007.

CORREA, Alexandre Palhano. **O arranjo produtivo coureiro, calçadista de Campina Grande-Paraíba-PR**. Dissertação de mestrado em Economia. Rio de Janeiro: UFRJ, 2000.

CORREIA, Paulo da Cruz. **A Indústria de Calçados no Vale do rio Tijucas/SC: uma abordagem à luz do debate sobre aglomerações produtivas especializadas.** Dissertação de mestrado em Economia. Florianópolis: UFSC, 2002.

COSTA, Achyles Barcelos da. **Modernização e competitividade da indústria de calçados brasileira.** Tese de doutorado em Economia. Rio de Janeiro: UFRJ, 1993.

DAMODARAN, Aswath. **Strategic risk.** Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em 19 jun. 2007.

DESEMPENHO DAS EMPRESAS. **Desempenho das empresas 2004.** Bahia: IMIC, n. 22, 2004.

EIFERT, Daniel Soares. **Análise quantitativa na concessão de crédito versus inadimplência: um estudo empírico.** Dissertação de mestrado em Administração. Porto Alegre: UFRGS, 2003.

EXAME. **Melhores e Maiores.** São Paulo: Abril, edição especial, jul. 2005.

EXAME. **Melhores e Maiores.** São Paulo: Abril, edição especial, jul. 2006.

EXAME. **Melhores e Maiores.** São Paulo: Abril, edição especial, ago. 2007.

FEELEY, Megan; GLADYS, Aubrey; KENT, Emily; RECORDON, Carlos. **Global industry analysis: the footwear industry.** 2002. Disponível em: <[http://oak.cats.ohiou.edu/~ek243099/esp/441-IndustryAnalysis\(ALL\).doc](http://oak.cats.ohiou.edu/~ek243099/esp/441-IndustryAnalysis(ALL).doc)>. Acesso em 31 dez. 2007.

FERRAZ, Augusta da Rocha Loures. **A importância dos índices financeiros para a captação de recursos: estudo de caso na Cooperativa Baixo Paraíba Ltda.** Dissertação de mestrado em Administração. João Pessoa: UFPB, 2002.

FERREIRA FILHO, João José. **Análise dos impactos do nível de endividamento no resultado das empresas: um estudo no contexto de uma política macroeconômica governamental de elevadas taxas de juros.** Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Leopoldo: UNISINOS, 2003.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **A dinâmica financeira das empresas brasileiras.** Belo Horizonte: Consultoria Editorial/Fundação Dom Cabral, 1978.

FOLHA ONLINE. **Alpargatas compra Dupé por R\$ 49,5 milhões.** Folha Online, 21 set. 2007. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u330344.shtml>>. Acesso em 21 set. 2007.

FORTE, Sérgio Henrique Arruda Cavalcante; MOREIRA, Márcia Zabdiele. **Internacionalização das maiores empresas exportadoras do setor calçadista brasileiro: estudo do perfil, estratégias e desempenho.** XXXI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro: Enanpad, 2007.

FORTUNE. **The 2006 Fortune 500.** United States: Fortune, vol. 153, n. 7, abr. 2006.

FORTUNE. **The 2007 Fortune 500**. Disponível em:

<<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2007/>>. Acesso em 14 fev. 2008.

FRANZIN, Narciso Américo. **Construção de um modelo de previsão de insolvência de micro e pequenas empresas através da planilha eletrônica**. Dissertação de mestrado em Engenharia de Produção. Florianópolis: UFSC, 2002.

FROEHLICH, Cristiane; BITENCOURT, Claudia Cristina. **A dinâmica das competências organizacionais: a trajetória do grupo Paquetá**. XXXI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro: Enanpad, 2007.

FRÓES, Walter Luiz. **A terceirização na indústria de calçados - um estudo das relações entre a empresa e a banca de pesponto**. Dissertação de mestrado em Administração. Franca: Uni-FACEF, 2001.

GARCIA, Renato. **Relatório setorial final: calçados e insumos**. Portal diretório da pesquisa privada. FINEP, 2006. Disponível em:  
<[http://www.finep.gov.br/PortalDPP/relatorio\\_setorial\\_final/relatorio\\_setorial\\_final\\_impressao.asp?lst\\_setor=30](http://www.finep.gov.br/PortalDPP/relatorio_setorial_final/relatorio_setorial_final_impressao.asp?lst_setor=30)>. Acesso em 31 dez. 2007.

GIANISELLA, Rene Luiza Castoldi. **Alianças estratégicas: um estudo sobre as práticas de controle de gestão adotadas por empresas dos pólos calçadistas do Vale do Rio dos Sinos – RS e de Franca – SP**. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Leopoldo: UNISINOS, 2006.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. Tradução da 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALL, Robert E. **Corporate Earnings Track the Competitive Benchmark**. *NBER Working Paper No. 10150*, JEL No. E22, G10, Cambridge: 2003. Disponível em:  
<<http://www.nber.org/papers/w10150>>. Acesso em 10 jul. 2007.

HENRIQUES, Luiz Felipe Restum. **A análise da Competitividade da Indústria Calçadista do Vale dos Sinos: Uma Aplicação da Metodologia de Michael Porter**. Dissertação de mestrado em Economia. Campinas: UNICAMP, 1999.

HEXSEL, Astor Eugênio; PAIVA, Ely Laureano. **A construção de estratégias de sucesso por pequenas e médias empresas que atuam em setores fragmentados: um estudo de caso**. Salvador, BA: ENANPAD, 2006.

HILSDORF, Wilson de Castro. **A integração de processos na cadeia de suprimentos e o desempenho no serviço ao cliente: um estudo na cadeia calçadista**. Tese de doutorado em Engenharia da Produção. São Paulo: USP, 2006.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira: uma abordagem prática**: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro. São Paulo: Atlas, 1999.

HRONEC, Steven M. **Sinais Vitais**: usando medidas do desempenho da qualidade, tempo e custo para traçar a rota para o futuro de sua empresa. - São Paulo: Makron Books, 1994.

IMPrensa OFICIAL – Secretaria de Comunicação do Estado de São Paulo. **Caderno Empresarial**. Diário Oficial do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://balancos.imprensaoficial.com.br/Condiario.asp>>. Acessos de set. 2006 a mai. 2007.

INC. **Inc.500: The 2007 ranking of the fastest-growing private companies in America**. 01, set. 2007. Disponível em: <<http://www.inc.com/magazine/20070901/how-the-2007-inc-500-companies-were-selected.html>>. Acesso em 14 fev. 2008.

INFO EXAME. **Info200**. São Paulo: Abril, ano 21, n. 244, jul. 2006.

ISTO É. **As melhores da Dinheiro**. São Paulo: Três, n. 526/A, out. 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. FINECAFI. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

JORNAL DO COMÉRCIO – RS. **Vulcabrás compra uma parte da Azaléia**. Caderno Economia. Disponível em: <<http://jcrs.uol.com.br/imprimeNoticia.aspx?CodigoNoticia=5287>>. Acesso em 10 jul. 2007.

KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências de empresas**. Revista Exame. São Paulo: Abril, dez. 1974.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **A estratégia em ação** : Balanced Scorecard. 8. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **Organização orientada para a estratégia** : como as empresas que adotam o Balanced Scorecard prosperam no novo ambiente de negócios. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KAPRON, Sérgio Roberto; LENGELER, Fernando. **Fundopem, investimentos públicos e empregos na indústria gaúcha**. 3º Encontro de Economia Gaúcha, mesa 14, política fiscal 1, PUCRS, 25-26 mai. 2006. Disponível em: <[www.fee.tche.br/3eeg/Artigos/m14t04.pdf](http://www.fee.tche.br/3eeg/Artigos/m14t04.pdf)> . Acesso em 16 jul. 2007.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. **Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz**. In: XXII Enanpad. Foz do Iguaçu: 1998.

KASSAI, Sílvia. **Utilização da análise por envoltória de dados (DEA) na análise de demonstrações contábeis**. Tese de doutorado em Contabilidade e Controladoria. São Paulo: FEA/USP, 2002.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. Tese de doutorado em Administração. São Paulo: FEA/USP, 2002.

KOCH, Nélío. **Quadro equilibrado de indicadores de desempenho para a gestão estratégica empresarial**: aplicação a uma pequena empresa da área de serviço público de energia elétrica. Dissertação de mestrado em Engenharia. Porto Alegre: UFRGS, 2002.

KRAUTER, Elizabeth; SOUSA, Almir Ferreira De; LUPORINI, Carlos Eduardo De Mori. **Uma contribuição para a previsão de solvência das empresas**. IX Semead – Seminários em Administração FEA-USP. São Paulo: 2006.

KÜHL, Marcos Roberto. **O Mercado de Capitais reflete nos preços das ações o desempenho empresarial medido por indicadores contábeis?** Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. Curitiba: UFPR, 2007.

LANGFORD, Eric. **Quartiles in elementary statistics**. *Journal of Statistics Education*. Vol. 14, No 3, 2006.

LOPES, Herton Castiglioni. **A organização da indústria calçadista do Vale dos Sinos (RS) e suas estratégias competitivas**. Dissertação de mestrado em Administração. Santa Maria: UFSM, 2005.

LUCHESA, Cláudio José. **Estudo da adequação dos índices da análise econômico-financeira às empresas florestais, utilizando métodos estatísticos multivariados**. Tese de doutorado em Engenharia Florestal. Curitiba: UFPR, 2004.

LUCINI, Juliana. **Análise econômica financeira das alianças estratégicas entre empresas concorrentes do tipo pseudo-concentração**: o caso da aliança entre TAM e VARIG. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Leopoldo: UNISINOS, 2005.

MAMBRINO, Vanessa; MICHAEL, Nancy. **Banking's top performers 2007**: Part 1: Banks with assets over \$3 billion. *American Bankers Association. ABA Banking Journal*. New York: May 2007. Vol. 99, Iss. 5.

MAMBRINO, Vanessa. **Banking's top performers 2007**: Banks and thrifts with assets under \$3 billion. *American Bankers Association - ABA Banking Journal*. New York: Jun 2007. Vol. 99, Iss. 6.

MÁRIO, Poueri do Carmo. **Contribuição ao estudo da solvência empresarial**: uma análise de modelos de previsão – estudo exploratório aplicado em empresas mineiras. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Paulo: FEA/USP, 2002.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis** – cap. 13. São Paulo: 2005. Disponível em: <<http://www.marion.pro.br/portal/modules/wfdownloads/uploads/cap13.zip>>. Acesso em 11.03.2008.

MARTIN, Nilton Cano. **Da contabilidade à controladoria**: a evolução necessária. *Revista Contabilidade e Finanças*. USP, São Paulo, n. 28, p. 7-28, jan/abr. 2002.

MARTIN, Ray. **Do we practice quality principles in the performance measurement of critical success factors?** *Total Quality Management*, v. 8, n. 6, p. 429-444, 1997.

MARTINS, Marco Antônio dos Santos. **Construção de indicadores para avaliação de desempenho empresarial.** Mestrado em economia. UFRGS, 2004.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços:** abordagem básica e gerencial. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MEUSE, Kenneth P De; BERGMANN, Thomas J; VANDERHEIDEN, Paul A; RORAFF, Catherine E. **New Evidence Regarding Organizational Downsizing and a Firm's Financial Performance:** a long term analysis. *Journal of Managerial Issues*; Summer 2004; 16, 2.

MICHAEL, Nancy . **Banking's top performers 2004:** Part 2: Banks and thrifts with assets under \$1 billion. *American Bankers Association - ABA Banking Journal*; Jul 2004; 96, 7.

MIGUEL, Maria Inez Rodrigues; COUTINHO, Cileda de Queiroz e Silva. **Uma reflexão didática sobre o conceito de mediana e quartis.** III Seminário Educação Matemática. Anais do 16º COLE – Congresso de Leitura do Brasil. Campinas: UNICAMP, 2007.

MILLS, Bill. **Global market review of branded footwear:** forecasts to 2011. *Just - Style*. Bromsgrove: mar. 2007.

MIN, Kim Jung. South Korea's shoe industry steps up to stay in the running. **Wall Street Journal**. (Eastern edition). New York, N.Y.: Feb 12, 2003. pg. B.5.F

MINUSSI, João Alberto; DAMACENA, Cláudio; NESS Jr., Walter Lee. **Um modelo preditivo de solvência utilizando regressão logística.** *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, n. 3, p. 109-128, set/dez. 2002.

MIRANDA, Luiz Carlos; AZEVEDO, Susana Garrido. **Indicadores de desempenho gerencial mais utilizados pelos empresários:** estudo comparativo Brasil – Portugal. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração. Florianópolis. Anais: Rio de Janeiro, 2000. CD-ROM.

MOSIMANN, Clara Pellegrinello; FISCH, Silvio. **Controladoria:** Seu papel na administração de empresas. 2. ed. – São Paulo: Atlas, 1999.

MYERS, Stewart C. **Capital structure.** *Journal of Economic Perspectives*; Vol. 15, Number 2, Spring 2001.

NGUYEN, Vi. **Analysis of the luxury goods & apparel and footwear industries.** 2004. Disponível em:  
<<http://www.uwlax.edu/URC/JUR-online/PDF/2004/nguyen.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2007.

OLIVEIRA, Luís Martins de; PEREZ, José Hernandez Jr; SILVA, Carlos Alberto dos Santos. **Controladoria estratégica.** 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

NUNES, Clayton Luiz de Melo. **Análise financeira em propriedades leiteiras no Estado de Goiás**. Dissertação de mestrado em Economia. São Paulo: USP, 2002.

O'SULLIVAN, Kate; CALLARD, Sara; WINSETT, Emily; MARANAN, Julia; *et al.* **Inc. 500: The 2000 ranking of the fastest-growing private companies in America**. *Inc.* Boston: Oct 17, 2000. Vol. 22, Iss. 15.

OZANIAN, Michael K. **America's 500 Fastest-Growing Companies**. *Financial World*; Aug 6, 1991; Vol. 160, Iss. 16.

PAIVA, Ely Laureano. **Conhecimento organizacional e o processo de formulação de estratégias de produção**. Tese de doutorado em Administração. Porto Alegre: UFRGS, 1999.

PAROLINI, Cinzia; VISCONTI, Federico. **Footwear manufacturing districts: the effects of internazionalisation, delocalisation and new technologies**. Conference on Clusters, Industrial Districts and Firms: the Challenge of Globalization. *Conference in honour of Professor Sebastiano Brusco*. Modena, Italy. September 12-13, 2003.

PAULO, Luís. **Uma contribuição à discussão sobre a avaliação de desempenho das instituições federais de ensino superior: uma abordagem da gestão econômica**. Congresso Brasileiro de Contabilidade. Goiânia: 2000.

PENÁ, Domingo Nevado. **El control de gestión renovado**. Asociación Española de Contabilidad Y Administración de Empresas – AECA, 1999.

PEREIRA, Carlos Alberto. **Estudo de um modelo conceitual de avaliação de desempenhos para gestão econômica**. Dissertação de mestrado. USP. São Paulo, 1993.

PEREIRA, Carlos Alberto. **Avaliação de resultados e desempenhos**. CATELLI, Armando (coordenador). São Paulo: Atlas, 1999.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; PEREIRA, Jonas Ferreira; DAVID, Marcus Vinícius. **Relação Liquidez-Retorno: existiria também uma “Estrutura de Liquidez” Ideal para cada Perfil de Empresa?** Salvador, BA: Enanpad, 2006.

RABELLOTTI, Roberta. **How globalisation affects Italian industrial districts: the case of Brenta**. RSA International Conference. Pisa, Italy. April 12-15, 2003.

RABELLOTTI, Roberta; SCHMITZ, Hubert. **The internal heterogeneity of industrial districts in Italy, Brazil and Mexico**. IDS Working Paper 59. 2005.

RAMOS, José Paulo De Lucca. **O uso de índices financeiros: uma análise empírica**. Dissertação de Mestrado em Engenharia de Produção. Florianópolis: UFSC, 1999.

REIS, Carlos Nelson. **A indústria brasileira de calçados: inserção internacional de dinâmica interna nos anos 80**. Tese de doutorado em Economia. Campinas: UNICAMP, 1994.

RIZZO, Marçal Rogério. **A indústria de calçados infantis de Birigüi**. Dissertação de mestrado em Economia. Campinas: UNICAMP, 2004.

RODRIGUES, Sérgio Luís Alves. **Variáveis intervenientes no processo de decisão de importação no mercado alemão e decisões de operações**: um estudo de caso da Dumond. Dissertação de mestrado em Administração. São Leopoldo: UNISINOS, 2006.

ROOKS, Brian W. **Robots bring automation to shoe production**. *Assembly Automation*. Bedford: 1996, vol. 16, n.3, pg. 22-25.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SABADIN, Anderson Léo. **Autogestão econômico-financeira da COOPERLAC – Cooperativa dos Produtores de Suínos e Leite do Oeste do Paraná**: uma ferramenta de acompanhamento e desenvolvimento. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. Blumenau: FURB, 2006.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de administração e finanças**. São Paulo: Best Seller, 1996.

SANTANNA, Dimitri Pinheiro de; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; LOUZADA, Luiz Cláudio. **A relação entre market-to-book equity e lucros anormais no mercado de capitais no Brasil**. In: XXVII ENANPAD, Atibaia(SP), 2003.

SANTOS, Aderbal Souza. **Cooperativismo e análise de balanços**: avaliando o caso das cooperativas agropecuárias do Estado da Bahia. Dissertação de mestrado em Administração. Salvador: UFBA, 2004.

SANTOS, Karina Dobscha. **Alianças estratégicas no cooperativismo**: o caso da Central Leite Nilza. Dissertação de mestrado em Economia. Viçosa: UFV, 2005.

SANTOS, Angela Maria Medeiros M.; CORRÊA, Abidack Raposo; ALEXIM, Flávia Menna Barreto; PEIXOTO, Gabriel Barros Tavares. **Deslocamento de Empresas para os Estados do Ceará e da Bahia**: o Caso da Indústria Calçadista. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 15, p. 63-82, mar. 2002.

SANTOS, Milton dos; SANTOS, José Odálio dos. **Avaliação da liquidez da empresa por métodos alternativos**: diminuindo a exposição ao risco de crédito. III EPAC – Encontro de Pesquisa em Administração e Contabilidade, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP. São Paulo: FECAP, 2003.

SAPORITO, Antonio. **Análise referencial**: proposta de um instrumento facilitador da análise a longo prazo de demonstrações contábeis. São Paulo: USP, 2005.

SCHMÉL, Ferenc. **Structure of production costs**: in footwear manufacture. Production Costs in Footwear Manufacture. 14th Meeting of the UNIDO Leather Panel, Fourteenth Session of the leather, and leather products industry panel. Zlin, Czech Republic, 13-15 December 2000.

SCHMITZ, Hubert. **Small shoemakers and fordist giants**: tale of a supercluster. *World Development*, Vol. 23, No. 1, pp. 9-28, 1995.

SCHMITZ, Hubert. **Global Competition and Local Cooperation**: Success and Failure in the Sinos Valley, Brazil. *World Development* Vol. 27, No. 9, p. 1627-1650, 1999.

SCHMITZ, Hubert. **Learning and earning in global garment and footwear chains**. *The European Journal of Development Research*, Vol.18, No.4, p.546–571, December 2006.

SCHMITZ, Hubert; KNORRINGA, Peter. **Learning from global buyers**. *The Journal of Development Studies*; Vol.37, No.2, p. 177-205, Dec 2000.

SCHNEIDER, Tânia Maria Lauermann. **Diagnóstico dos indicadores de avaliação do desempenho empresarial em indústrias calçadistas de grande porte do Vale do Rio dos Sinos**. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Leopoldo: UNISINOS, 2003.

SCHUH, Geane Cristina. **O design como diferencial competitivo**: um estudo em pequenas empresas calçadistas do Vale do Rio dos Sinos. Dissertação de mestrado em Administração. São Leopoldo: UNISINOS, 2006.

SCHVIRCK, Eliandro. **A reavaliação de ativos e seus impactos na análise das demonstrações contábeis no Brasil**. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Controladoria. São Paulo: FEA/USP, 2006.

SCOTT, Allen J. **The shoe industry of marikina city, philippines**: a developing-country cluster in crisis. *Kasarinlan: Philippine Journal of Third World Studies* vol.20, n.2, p. 76-99, 2005.

SEBRAE. **Perfil setorial**: calçados. Sebrae-MG: mar. 2005. Disponível em: <[http://www.sebraemg.com.br/arquivos/Coopere\\_para\\_crescer/geor/SIS/EstudosSetoriais/arquivos/PERFIL%20SETORIAL%20-%20CALCADOS.pdf](http://www.sebraemg.com.br/arquivos/Coopere_para_crescer/geor/SIS/EstudosSetoriais/arquivos/PERFIL%20SETORIAL%20-%20CALCADOS.pdf)> Acesso em 30 de maio de 2007.

SELITTO, Miguel Afonso. **Medição e controle de desempenho estratégico em sistemas de manufatura**. Tese de doutorado em Engenharia da Produção. Porto Alegre: UFRGS, 2005.

SEPLAG – Secretaria do Planejamento e Gestão do Estado do Ceará. **Diário Oficial do Estado do Ceará**. Disponível em: <<http://pesquisa.doe.seplag.ce.gov.br/doepesquisa/sead.do?page=ultimasEdicoes&cmd=11&action=Ultimas>>. Acessos de set. 2006 a mai. 2007.

SFREDO, Marta. **Crise no calçado (1)**: o fim a da linha. Zero Hora, Porto Alegre, 21 mai.2006. Caderno especial, p.26-27.

SILVA, José Antônio Rodrigues Da. **Da globalização aos novos espaços industriais: o caso da Indústria de calçados na Paraíba**. Tese de doutorado em Economia. Recife: UFPE, 2002.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SILVA, Edna Lúcia; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3.ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino à Distância da UFSC, 2001.

SIQUEIRA, Oscar Graeff. **A crise das grandes cooperativas**: um estudo comparado entre a Cooperativa de Carazinho e a de Não-Me-Toque. Dissertação de mestrado em Economia. Porto Alegre: UFRGS, 2001.

SOUZA, Marco Aurélio Barbosa de. **Agglomeração calçadista de Birigüi**: origem e desenvolvimento (1958-2004). Dissertação de mestrado em Economia. Araraquara: UNIP, 2004.

SOUZA, Marcos Antonio de; ZANELLA, Fernando Caputto; NASCIMENTO, Auster Moreira. **Utilização do custo-meta por empresas brasileiras como estratégia de gestão**: alguns estudos setoriais utilizando o Método da Causalidade de Granger. Revista Contabilidade e Finanças. USP, São Paulo, n. 39, p. 33-46, jan/abr. 2005.

STAUDT, Tarcísio Staudt. **Sucessão de gestão na empresa familiar Calçados Andreza S.A.**: um estudo de caso. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. São Leopoldo: UNISINOS, 2006.

STEIN, Flávio. **Planejamento estratégico de médias e grandes empresas calçadistas do Vale dos Sinos**. Dissertação de mestrado em Administração. Porto Alegre: UFRGS, 2000.

STUCHI, Luciano Gabas. **Quantificação de risco de crédito**: uma aplicação do modelo Creditrisk+ para financiamento de atividades rurais e agroindustriais. Dissertação de Mestrado em Ciências. Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz. Piracicaba: 2003.

TEDESCO, João C. **Empresa família**: tendências e racionalidades em conflito. Passo Fundo: Universitária, 2000.

VALOR 1000. **Maiores empresas**. São Paulo: Valor Econômico, ano 6, n. 6, ago. 2006.

VALOR 1000. **Maiores empresas**. São Paulo: Valor Econômico, ano 7, n. 7, ago. 2007.

VANIN, Jorge Alexandre. **Determinantes do sucesso competitivo**: o caso de empresas calçadistas brasileiras. Dissertação de mestrado em Administração. UNISINOS. São Leopoldo: 2006.

VERSIANI, Angela França; REZENDE, Sérgio Fernando Loureiro. **Exportação e trajetórias**: o que emerge dessa interface? XXXI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro: Enanpad, 2007.

VERTES, Alexandre; WÜRCH, Adolpho Walter. **Estrutura, análise e interpretação de balanços**. 8 ed. São Leopoldo: Otomit, 1986.

VIANA, Fernando Luiz Emerenciano; ROCHA, Roberto Ednísio Vasconcelos. **A indústria de calçados no Nordeste**: características, desafios e oportunidades. (Série Documentos do ETENE, n. 14). Fortaleza: Banco do Nordeste do Brasil, 2006.

VIEIRA, Luciana Marques; PAIVA, Ely Laureano. **Strategic changes within global chains**: competitive criteria and organizational decisions. Anais do VIII Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais - SIMPOI 2005 - FGV-EAESP. São Paulo: 2005.

VIEIRA, Luiz Eduardo Alves. **Avaliação financeira das empresas dos setores: têxtil, couro, calçados**: um estudo de caso - período 1990-1994. Dissertação de mestrado Ciências Contábeis. Rio de Janeiro: UERJ, 1996.

VISCARDI, Karen. **Nordeste é o novo maior produtor de calçados do Brasil**. JORNAL DO COMÉRCIO – RS. Caderno Economia. Disponível em:  
<<http://jcrs.uol.com.br/imprimeNoticia.aspx?CodigoNoticia=5323>> . Acesso em 12 jul. 2007.

WEST, Marcos Antonio Pereira. **Planejamento estratégico**: a influência da TI e da análise de Stakeholder na implementação de estratégias públicas. Dissertação de Mestrado. Engenharia de Produção - UFSC. Florianópolis: 2003.

ZANI, João. **Estrutura de capital**: restrição financeira e sensibilidade do endividamento em relação ao colateral. Tese de doutorado em administração. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: UFRGS, 2005.

ZERO HORA. **West Coast leva parte da produção para a Índia**. Caderno Empresas. Ano 44, edição nº 15.446, p.30. Porto Alegre: 12 dez. 2007.

ZERO HORA. **Crescem as vendas no setor couro-calçados em 2007**. Caderno Economia. Ano 44, edição nº 15.467, p.33. Porto Alegre: 04 jan. 2008.

## **APÉNDICES**

## Apêndice A – Coeficientes de correlação dos índice-padrão do período de 2000 a 2006

	Liquidez			Atividade		Lucratividade			Rentabilidade				Ebitda			Endividamento			Estrutura			Alavancagem			Demais						
	LC	LG	EL	PME	PMR	ML	MB	MO	IDE	ROA	VEA	RSPL	ME	CF	ICJe	CE	DF	PCT	GA	IPL	IRNC	GAF	GAO	GAT	CO	CG	PI	TC	ET	ICJ	
LC	1,00																														
LG	-0,23	1,00																													
EL	0,27	-0,07	1,00																												
PME	0,24	-0,62	-0,61	1,00																											
PMR	0,18	-0,58	-0,39	0,83	1,00																										
ML	0,18	-0,30	0,24	-0,01	0,38	1,00																									
MB	-0,02	-0,60	-0,15	0,34	-0,06	-0,41	1,00																								
MO	0,29	-0,81	0,16	0,32	0,06	0,08	0,83	1,00																							
IDE	0,05	-0,82	0,38	0,10	0,07	0,36	0,61	0,88	1,00																						
ROA	0,39	-0,82	0,18	0,32	0,13	0,14	0,79	0,97	0,85	1,00																					
VEA	0,16	-0,33	0,28	-0,25	-0,45	0,13	0,61	0,76	0,71	0,76	1,00																				
RSPL	0,16	-0,47	0,39	-0,16	-0,41	-0,07	0,78	0,86	0,79	0,84	0,93	1,00																			
ME	0,11	-0,89	0,34	0,23	0,24	0,43	0,57	0,86	0,98	0,85	0,61	0,70	1,00																		
CF	0,34	-0,85	0,19	0,33	0,16	0,15	0,79	0,97	0,88	1,00	0,73	0,83	0,89	1,00																	
ICJe	-0,01	0,03	-0,73	0,56	0,10	-0,76	0,49	0,06	-0,33	0,02	-0,16	-0,06	-0,34	-0,01	1,00																
CE	-0,27	-0,07	0,53	-0,52	-0,04	0,68	-0,33	-0,07	0,36	0,01	0,20	0,09	0,37	0,05	-0,90	1,00															
DF	-0,10	-0,75	0,41	0,07	0,19	0,16	0,54	0,62	0,81	0,67	0,41	0,59	0,83	0,73	-0,31	0,48	1,00														
PCT	0,36	-0,84	0,30	0,54	0,62	0,33	0,20	0,51	0,58	0,49	-0,06	0,15	0,68	0,54	-0,19	0,05	0,56	1,00													
GA	-0,08	0,15	0,52	-0,72	-0,84	-0,21	0,38	0,34	0,36	0,34	0,77	0,77	0,22	0,32	-0,24	0,28	0,31	-0,37	1,00												
IPL	0,61	0,50	0,42	-0,32	-0,19	-0,03	-0,61	-0,48	-0,55	-0,40	-0,33	-0,34	-0,54	-0,44	-0,19	-0,10	-0,47	-0,10	-0,04	1,00											
IRNC	0,55	0,47	0,33	-0,19	-0,16	-0,28	-0,48	-0,47	-0,61	-0,43	-0,46	-0,37	-0,59	-0,46	0,04	-0,32	-0,46	-0,04	-0,12	0,95	1,00										
GAF	0,15	-0,01	0,39	-0,24	-0,62	-0,57	0,47	0,41	0,23	0,27	0,37	0,57	0,11	0,25	0,24	-0,43	0,06	0,07	0,53	0,11	0,26	1,00									
GAO	-0,42	-0,53	-0,05	0,08	0,13	0,52	0,33	0,52	0,74	0,45	0,49	0,40	0,73	0,48	-0,33	0,47	0,49	0,23	0,12	-0,82	-0,92	-0,18	1,00								
GAT	-0,02	0,17	-0,13	-0,01	-0,33	-0,09	0,02	0,11	-0,02	-0,10	0,11	0,06	-0,11	-0,14	0,21	-0,45	-0,53	-0,09	-0,02	-0,06	-0,01	0,50	0,15	1,00							
CO	0,04	-0,28	-0,48	-0,01	-0,33	-0,09	0,02	0,11	-0,02	-0,10	0,11	0,06	-0,11	-0,14	0,21	-0,45	-0,53	-0,09	-0,02	-0,06	-0,01	0,50	0,15	1,00	1,00						
CG	0,19	0,02	0,57	-0,61	-0,76	-0,02	0,37	0,49	0,47	0,49	0,88	0,84	0,33	0,46	-0,29	0,24	0,26	-0,23	0,94	0,04	-0,07	0,55	0,16	0,12	0,12	1,00					
PI	-0,07	-0,53	0,55	-0,11	-0,13	-0,25	0,60	0,55	0,64	0,55	0,36	0,64	0,61	0,60	-0,13	0,22	0,87	0,44	0,49	-0,25	-0,15	0,47	0,17	-0,37	-0,37	0,39	1,00				
TC	0,28	-0,15	0,68	-0,48	-0,67	-0,17	0,48	0,59	0,54	0,57	0,78	0,88	0,42	0,55	-0,21	0,10	0,40	0,04	0,87	0,09	0,05	0,75	0,06	0,11	0,11	0,93	0,62	1,00			
ET	0,34	0,76	-0,22	-0,22	-0,27	-0,22	-0,45	-0,58	-0,80	-0,49	-0,22	-0,40	-0,82	-0,56	0,24	-0,34	-0,79	-0,67	-0,02	0,68	0,62	-0,12	-0,73	0,03	0,03	0,00	-0,65	-0,15	1,00		
ICJ	0,37	-0,12	-0,38	0,50	0,07	-0,74	0,56	0,25	-0,19	0,27	-0,01	0,16	-0,18	0,24	0,87	-0,86	-0,11	0,02	-0,06	0,08	0,29	0,40	-0,52	0,00	0,00	-0,06	0,13	0,50	0,27	1,00	

Nota: siglas referenciadas na seção 2.2.3

## Apêndice B – Demonstrações Contábeis da Calçados Andreza S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 01: CALÇADOS ANDREZA S/A - SANTA CLARA DO SUL - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)								
ATIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>42.846</b>	<b>43.159</b>	<b>44.683</b>	<b>45.782</b>	<b>58.629</b>	<b>33.607</b>	<b>28.583</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>6.029</b>	<b>3.519</b>	<b>1.298</b>	<b>4.259</b>	<b>15.334</b>	<b>4.403</b>	<b>4.142</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	6.029	3.519	1.298	4.259	15.334	4.403	4.142	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>36.817</b>	<b>39.640</b>	<b>43.386</b>	<b>41.522</b>	<b>43.295</b>	<b>29.204</b>	<b>24.441</b>	
Cientes	15.784	17.587	19.194	16.323	18.192	9.562	10.974	
Impostos a Recuperar	5.821	5.126	6.044	7.673	6.217	3.254	2.512	
Estoques	12.052	13.602	17.240	16.581	18.365	15.804	9.561	
Outros créditos	3.160	3.325	908	946	521	584	1.395	
Despesas Pagas Antecipadamente	0	0	0	0	0	0	0	
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>791</b>	<b>733</b>	<b>712</b>	<b>626</b>	<b>523</b>	<b>441</b>	<b>424</b>	
Aplicações Financeiras	745	702	660	580	318	289	381	
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	
Outros créditos	46	31	52	46	205	152	43	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>10.650</b>	<b>10.033</b>	<b>11.207</b>	<b>7.268</b>	<b>6.959</b>	<b>7.010</b>	<b>6.570</b>	
Investimentos	2.677	1.196	1.235	35	35	36	36	
Imobilizado	7.973	8.837	9.972	7.233	6.924	6.974	6.535	
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>54.287</b>	<b>53.925</b>	<b>56.602</b>	<b>53.675</b>	<b>66.111</b>	<b>41.057</b>	<b>35.577</b>	

PASSIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>21.204</b>	<b>22.166</b>	<b>23.180</b>	<b>24.269</b>	<b>37.425</b>	<b>19.572</b>	<b>20.566</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>4.852</b>	<b>6.250</b>	<b>8.744</b>	<b>10.690</b>	<b>24.854</b>	<b>9.835</b>	<b>15.824</b>	
Empréstimos e Financiamentos	4.852	6.250	8.744	10.690	24.854	9.835	15.824	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>16.352</b>	<b>15.916</b>	<b>14.436</b>	<b>13.580</b>	<b>12.571</b>	<b>9.737</b>	<b>4.742</b>	
Fornecedores	13.821	13.952	11.879	9.701	8.593	5.771	2.294	
Obrigações fiscais	1	2	2	13	149	66	213	
Obrigações sociais e trabalhistas	1.032	1.040	1.045	1.004	853	604	513	
Lucros distribuídos a pagar	0	0	0	0	0	0	0	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	1.498	922	1.510	2.863	2.976	3.296	1.723	
<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>1.334</b>	<b>2.279</b>	<b>3.019</b>	<b>2.083</b>	<b>1.928</b>	<b>860</b>	<b>1.019</b>	
Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	
Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	1.334	2.279	3.019	2.083	1.928	860	458	
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>31.749</b>	<b>29.480</b>	<b>30.403</b>	<b>27.323</b>	<b>26.758</b>	<b>20.626</b>	<b>13.992</b>	
Capital Social	13.000	13.000	13.000	13.000	13.000	6.600	6.600	
Reservas	17.402	17.402	14.323	13.766	7.266	6.392	6.654	
Lucros/Prejuízos Acumulados	1.347	-922	3.079	557	6.492	7.634	738	
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>54.287</b>	<b>53.925</b>	<b>56.602</b>	<b>53.675</b>	<b>66.111</b>	<b>41.057</b>	<b>35.577</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>2.179</b>	<b>652</b>	<b>5.420</b>	<b>1.697</b>	<b>8.405</b>	<b>8.401</b>	<b>2.022</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>2.179</b>	<b>652</b>	<b>4.484</b>	<b>1.543</b>	<b>7.337</b>	<b>8.401</b>	<b>1.540</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	8	0	0	-2	
Lucro/Prejuízo do Exercício	2.269	-922	3.291	557	6.492	7.634	738	
Depreciação e Amortização	1.358	1.503	1.193	978	844	768	805	
Resultado da Equivalência Patrimonial	-1.481	40	0	0	0	0	0	
Outras origens	33	29	0	0	0	0	0	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>936</b>	<b>155</b>	<b>1.069</b>	<b>0</b>	<b>482</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	0	0	936	155	1.069	0	482	
Redução do Realizável a Longo Prazo	0	0	0	0	0	0	0	
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>1.530</b>	<b>1.162</b>	<b>5.429</b>	<b>1.389</b>	<b>1.236</b>	<b>2.383</b>	<b>2.495</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	212	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	58	21	86	103	83	17	65	
Redução do Exigível a Longo Prazo	945	740	0	0	0	159	0	
Imobilizado	527	400	3.932	1.286	793	1.207	1.792	
Investimentos/Difendo	0	1	1.200	0	0	0	0	
Lucros distribuídos	0	0	0	0	360	1.000	638	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>649</b>	<b>-510</b>	<b>-9</b>	<b>308</b>	<b>7.169</b>	<b>6.019</b>	<b>-473</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>649</b>	<b>-510</b>	<b>-9</b>	<b>308</b>	<b>7.169</b>	<b>6.018</b>	<b>-472</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>-313</b>	<b>-1.524</b>	<b>-1.098</b>	<b>-12.847</b>	<b>25.022</b>	<b>5.024</b>	<b>6.306</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	43.159	44.683	45.782	58.629	33.607	28.583	22.277	
Ativo Circulante no Final do Período	42.846	43.159	44.683	45.782	58.629	33.607	28.583	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-962</b>	<b>-1.014</b>	<b>-1.089</b>	<b>-13.156</b>	<b>17.853</b>	<b>-994</b>	<b>6.778</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	22.166	23.180	24.269	37.425	19.572	20.566	13.788	
Passivo Circulante no Final do Período	21.204	22.166	23.180	24.269	37.425	19.572	20.566	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>80.814</b>	<b>92.370</b>	<b>117.578</b>	<b>107.515</b>	<b>119.751</b>	<b>102.172</b>	<b>73.859</b>	
Vendas Brutas	80.814	92.370	117.578	107.515	119.751	102.172	73.859	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-3.991</b>	<b>-6.245</b>	<b>-6.119</b>	<b>-3.570</b>	<b>-7.046</b>	<b>-6.635</b>	<b>-5.679</b>	
(-) Deduções de Vendas	-3.991	-6.245	-6.119	-3.570	-7.046	-6.635	-5.679	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>76.823</b>	<b>86.125</b>	<b>111.459</b>	<b>103.945</b>	<b>112.705</b>	<b>95.537</b>	<b>68.180</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-76.697</b>	<b>-81.982</b>	<b>-96.041</b>	<b>-91.312</b>	<b>-82.850</b>	<b>-73.686</b>	<b>-57.964</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-76.697	-81.982	-96.041	-91.312	-82.850	-73.686	-57.964	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>126</b>	<b>4.143</b>	<b>15.418</b>	<b>12.633</b>	<b>29.855</b>	<b>21.851</b>	<b>10.216</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-5.800</b>	<b>-6.919</b>	<b>-8.068</b>	<b>-8.788</b>	<b>-6.772</b>	<b>-4.832</b>	<b>-6.060</b>	
(-) Despesas com Vendas	-3.676	-4.442	-5.490	-5.437	-4.834	-5.246	-4.944	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-2.124	-2.477	-2.578	-3.351	-1.939	-1.586	-1.117	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-5.674</b>	<b>-2.776</b>	<b>7.350</b>	<b>3.845</b>	<b>23.083</b>	<b>17.020</b>	<b>4.156</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>3.814</b>	<b>2.128</b>	<b>-3.459</b>	<b>-3.203</b>	<b>-13.374</b>	<b>-6.496</b>	<b>-3.090</b>	
(+) Receitas Financeiras	9.036	7.685	6.220	6.067	11.027	3.087	2.040	
(-) Despesas Financeiras	-5.222	-5.557	-9.679	-9.270	-24.402	-9.583	-5.129	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>							
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	1.481	-40	0	0	0	0	0	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-379</b>	<b>-688</b>	<b>3.891</b>	<b>642</b>	<b>9.708</b>	<b>10.524</b>	<b>1.066</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>2.877</b>	<b>-234</b>	<b>1.095</b>	<b>2</b>	<b>73</b>	<b>531</b>	<b>-88</b>	
(+) Receitas não Operacionais	2.927	516	1.226	269	309	821	178	
(-) Despesas não Operacionais	-50	-750	-131	-267	-236	-290	-265	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>2.498</b>	<b>-922</b>	<b>4.986</b>	<b>644</b>	<b>9.782</b>	<b>11.055</b>	<b>975</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-229	0	-1.695	-87	-3.289	-3.421	-241	
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>2.269</b>	<b>-922</b>	<b>3.291</b>	<b>557</b>	<b>6.492</b>	<b>7.634</b>	<b>738</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	1.74	-0,14	0,25	0,04	0,50	1,16	0,11	
<b>EBITDA</b>	<b>-4.316</b>	<b>-1.271</b>	<b>8.542</b>	<b>4.822</b>	<b>23.927</b>	<b>17.787</b>	<b>4.961</b>	

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>-922</b>	<b>3.079</b>	<b>557</b>	<b>6.492</b>	<b>7.634</b>	<b>738</b>	<b>5.817</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	2.269	-922	3.291	557	6.492	7.634	738	
Ajustes do exercício anterior	0	0	-212	0	0	0	-2	
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	0	0	0	0	-360	0	-638	
Retenções/Realização de lucros/Reversão	0	-3.079	-557	-6.492	-7.274	-738	-5.177	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>1.347</b>	<b>-922</b>	<b>3.079</b>	<b>557</b>	<b>6.492</b>	<b>7.634</b>	<b>738</b>	

## Apêndice C – Demonstrações Contábeis da Calçados Azaléia S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 02: CALÇADOS AZALÉIA S/A - PAROBI - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>184.491</b>	<b>247.611</b>	<b>242.047</b>	<b>211.536</b>	<b>345.405</b>	<b>323.432</b>	<b>344.700</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>173.742</b>	<b>201.987</b>	<b>186.183</b>	<b>123.044</b>	<b>221.389</b>	<b>156.245</b>	<b>146.229</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>15.134</b>	<b>19.118</b>	<b>14.848</b>	<b>19.901</b>	<b>93.743</b>	<b>67.374</b>	<b>102.318</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>27.360</b>	<b>18.386</b>	<b>27.615</b>	<b>24.876</b>	<b>109.367</b>	<b>66.889</b>	<b>59.995</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	15.134	19.118	14.848	19.901	93.743	67.374	102.318	Empréstimos e Financiamentos	27.360	18.386	27.615	24.876	109.367	66.889	59.995
<b>OPERACIONAL</b>	<b>169.357</b>	<b>228.493</b>	<b>227.199</b>	<b>191.635</b>	<b>251.662</b>	<b>256.058</b>	<b>242.382</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>146.382</b>	<b>183.601</b>	<b>158.568</b>	<b>98.168</b>	<b>112.022</b>	<b>89.356</b>	<b>86.234</b>
Clientes	90.463	128.213	163.644	139.159	177.573	171.248	168.781	Fornecedores	23.994	25.524	32.061	31.536	20.087	18.279	20.948
Impostos a Recuperar	11.347	10.872	8.514	6.151	5.746	11.491	10.319	Obrigações fiscais	3.123	4.177	2.182	1.751	6.770	3.722	6.065
Estoques	39.531	46.729	45.079	36.045	50.907	51.976	47.987	Obrigações sociais e trabalhistas	11.960	10.658	18.375	19.596	18.236	15.062	10.446
Outros créditos	23.752	37.746	6.392	7.437	14.678	20.396	15.093	Lucros distribuídos a pagar	32.754	23.254	23.725	14.701	57.409	45.330	43.607
Despesas Pagas Antecipadamente	4.264	4.933	3.570	2.843	2.758	347	202	Dívidas com pessoas ligadas	61.147	90.826	69.941	19.119	0	0	0
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>42.478</b>	<b>34.812</b>	<b>36.691</b>	<b>42.141</b>	<b>19.601</b>	<b>19.259</b>	<b>19.333</b>	Outras Obrigações	13.404	29.162	12.284	11.465	9.520	6.963	5.168
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>60.932</b>	<b>36.458</b>	<b>24.947</b>	<b>41.198</b>	<b>56.672</b>	<b>64.138</b>	<b>51.176</b>
Créditos de pessoas ligadas	765	0	7.175	14.514	0	0	0	Empréstimos e Financiamentos	44.821	27.542	3.466	3.610	7.880	16.578	15.998
Impostos a Recuperar	34.900	24.691	23.989	19.600	12.134	13.614	11.202	Obrigações fiscais	917	1.321	2.262	2.635	3.824	4.877	5.200
Outros créditos	7.523	10.121	5.527	8.027	7.467	5.645	8.131	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	7.500	20.900	20.593	14.278	0
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>397.037</b>	<b>320.726</b>	<b>289.734</b>	<b>268.811</b>	<b>272.339</b>	<b>218.235</b>	<b>169.869</b>	Outras Obrigações	15.194	7.595	11.719	14.033	24.375	28.405	29.978
Investimentos	353.144	272.849	236.000	212.959	210.610	138.911	101.679	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>389.332</b>	<b>364.704</b>	<b>357.342</b>	<b>358.246</b>	<b>359.284</b>	<b>340.543</b>	<b>336.497</b>
Imobilizado	43.811	47.861	53.283	54.439	60.379	78.041	67.335	Capital Social	266.000	266.000	266.000	209.826	200.506	200.506	192.537
Difendo	82	16	451	1.413	1.350	1.283	855	Reservas	34.663	10.790	5.404	22.097	31.788	15.089	12.539
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>624.006</b>	<b>603.149</b>	<b>568.472</b>	<b>522.488</b>	<b>637.345</b>	<b>560.926</b>	<b>533.902</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	88.669	87.914	85.938	126.323	127.190	125.148	131.621
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>624.006</b>	<b>603.149</b>	<b>568.472</b>	<b>522.488</b>	<b>637.345</b>	<b>560.926</b>	<b>533.902</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>28.806</b>	<b>58.673</b>	<b>48.135</b>	<b>100.529</b>	<b>106.104</b>	<b>62.715</b>	<b>60.015</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>-45.405</b>	<b>1.073</b>	<b>-17.886</b>	<b>-4.264</b>	<b>34.139</b>	<b>12.355</b>	<b>11.113</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	50.124	27.286	19.652	10.006	73.550	40.889	31.488
Depreciação e Amortização	6.574	7.720	7.516	8.635	9.647	10.969	10.032
Resultado da Equivalência Patrimonial	-89.237	-49.077	-53.247	-30.186	-68.690	-37.543	-21.478
Outras origens	-12.866	15.144	8.193	7.281	19.632	-1.960	-8.930
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>17.899</b>
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	17.338
Outras origens	0	0	0	0	0	0	561
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>74.211</b>	<b>57.600</b>	<b>66.021</b>	<b>104.793</b>	<b>71.965</b>	<b>50.360</b>	<b>31.003</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	55.466	39.219	11.670	56.695	62.572	47.678	30.400
Redução do Realizável a Longo Prazo	10.964	8.482	23.419	9.093	9.393	2.586	0
Transações com pessoas ligadas	7.781	9.848	30.932	38.969	0	0	0
Outras origens	0	51	0	36	0	96	603
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>63.681</b>	<b>68.913</b>	<b>80.763</b>	<b>136.053</b>	<b>149.275</b>	<b>93.999</b>	<b>54.425</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	2.717	1.659	23.711	31.633	9.735	0	3.107
Redução do Exigível a Longo Prazo	28.536	25.872	28.827	76.209	72.438	34.505	6.343
Imobilizado	6.101	6.676	6.596	6.343	9.217	22.127	6.649
Investimentos/Difendo	831	16.075	6.726	10.788	3.076	721	7.611
Lucros distribuídos	25.496	18.631	14.903	11.080	54.809	36.646	30.715
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>-34.875</b>	<b>-10.240</b>	<b>-32.628</b>	<b>-35.524</b>	<b>-43.171</b>	<b>-31.284</b>	<b>5.590</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>-34.875</b>	<b>-10.240</b>	<b>-32.628</b>	<b>-35.524</b>	<b>-43.171</b>	<b>-31.284</b>	<b>5.590</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>-63.120</b>	<b>5.564</b>	<b>30.511</b>	<b>-133.869</b>	<b>21.973</b>	<b>-21.268</b>	<b>-41.485</b>
Ativo Circulante no Início do Período	247.611	242.047	211.536	345.405	323.432	344.700	386.185
Ativo Circulante no Final do Período	184.491	247.611	242.047	211.536	345.405	323.432	344.700
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-28.245</b>	<b>15.804</b>	<b>63.139</b>	<b>-98.345</b>	<b>65.144</b>	<b>10.016</b>	<b>-47.075</b>
Passivo Circulante no Início do Período	201.987	186.183	123.044	221.389	156.245	146.229	193.204
Passivo Circulante no Final do Período	173.742	201.987	186.183	123.044	221.389	156.245	146.229

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>384.395</b>	<b>545.770</b>	<b>595.832</b>	<b>565.183</b>	<b>559.379</b>	<b>575.848</b>	<b>514.542</b>
Vendas Brutas	384.395	545.770	595.832	565.183	559.379	575.848	514.542
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-91.385</b>	<b>-120.379</b>	<b>-118.023</b>	<b>-90.395</b>	<b>-79.507</b>	<b>-80.848</b>	<b>-70.335</b>
(-) Deduções de Vendas	-91.385	-120.379	-118.023	-90.395	-79.507	-80.848	-70.335
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>293.010</b>	<b>425.391</b>	<b>477.809</b>	<b>474.788</b>	<b>479.872</b>	<b>495.000</b>	<b>444.207</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-234.731</b>	<b>-316.448</b>	<b>-338.475</b>	<b>-365.715</b>	<b>-349.816</b>	<b>-356.327</b>	<b>-304.490</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-234.731	-316.448	-338.475	-365.715	-349.816	-356.327	-304.490
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>58.279</b>	<b>108.943</b>	<b>139.334</b>	<b>109.073</b>	<b>130.056</b>	<b>138.673</b>	<b>139.717</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-117.530</b>	<b>-140.930</b>	<b>-154.590</b>	<b>-137.579</b>	<b>-162.239</b>	<b>-142.480</b>	<b>-157.077</b>
(-) Despesas com Vendas	-78.454	-104.345	-104.316	-87.982	-102.641	-91.583	-122.670
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-39.076	-36.585	-50.274	-49.597	-59.598	-50.892	-34.407
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-89.251</b>	<b>-31.987</b>	<b>-15.256</b>	<b>-28.506</b>	<b>-32.183</b>	<b>-3.807</b>	<b>-17.360</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>1.746</b>	<b>-7.190</b>	<b>-3.747</b>	<b>-4.954</b>	<b>27.146</b>	<b>3.696</b>	<b>15.960</b>
(+) Receitas Financeiras	11.008	9.555	13.023	29.044	79.449	54.443	38.563
(-) Despesas Financeiras	-9.262	-16.745	-16.770	-33.998	-52.303	-50.747	-22.603
<b>(-) JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-32.000</b>	<b>-31.000</b>	<b>-30.715</b>
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	89.237	49.077	53.247	30.186	68.690	37.543	21.478
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>31.732</b>	<b>9.900</b>	<b>34.244</b>	<b>-3.274</b>	<b>31.653</b>	<b>6.432</b>	<b>-10.637</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>5.167</b>	<b>8.441</b>	<b>-9.312</b>	<b>3.181</b>	<b>10.371</b>	<b>2.000</b>	<b>2.006</b>
(+) Receitas não Operacionais	11.285	29.024	17.157	6.253	27.387	2.283	3.293
(-) Despesas não Operacionais	-6.118	-20.583	-26.469	-3.072	-17.016	-283	-1.287
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>36.899</b>	<b>18.341</b>	<b>24.932</b>	<b>-93</b>	<b>42.024</b>	<b>8.432</b>	<b>-8.631</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	15.503	8.675	-3.430	10.246	-107	4.825	9.526
(-) Participações Estatutárias	-2.278	270	-1.850	-147	-367	-3.368	-122
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	32.000	31.000	30.715
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>50.124</b>	<b>27.286</b>	<b>19.652</b>	<b>10.006</b>	<b>73.550</b>	<b>40.889</b>	<b>31.488</b>
Lucro/Prejuízo por ação	0,26	0,14	0,10	0,05	0,37	0,20	0,20
<b>EBITDA</b>	<b>-52.677</b>	<b>-24.267</b>	<b>-7.740</b>	<b>-19.871</b>	<b>-22.536</b>	<b>7.162</b>	<b>-7.327</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>87.914</b>	<b>85.938</b>	<b>126.323</b>	<b>127.190</b>	<b>125.148</b>	<b>131.621</b>	<b>133.433</b>
Lucro/prejuízo do exercício	50.124	27.286	19.652	10.006	73.550	40.889	31.488
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0
Impostos diferidos s/reservas	-404	-941	-373	-1.188	-1.052	-323	0
Distribuição de lucros proposta	-25.496	-18.631	-14.903	-11.080	-54.809	-36.646	-30.715
Retenções/Resolução de lucros/Reversão	-23.469	-5.738	-44.761	-1.395	-15.647	-10.393	-2.585
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>88.669</b>	<b>87.914</b>	<b>85.938</b>	<b>126.323</b>	<b>127.190</b>		

## Apêndice D – Demonstrações Contábeis da Calçados Beira Rio S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 03: CALÇADOS BEIRA RIO S/A - NOVO HAMBURGO - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>98.525</b>	<b>83.614</b>	<b>72.431</b>	<b>77.565</b>	<b>96.860</b>	<b>104.198</b>	<b>108.064</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>35.567</b>	<b>34.952</b>	<b>22.612</b>	<b>34.571</b>	<b>43.471</b>	<b>13.829</b>	<b>21.285</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>26.513</b>	<b>2.506</b>	<b>1.366</b>	<b>560</b>	<b>4.094</b>	<b>16.656</b>	<b>16.331</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>13.067</b>	<b>14.568</b>	<b>6.140</b>	<b>17.278</b>	<b>29.195</b>	<b>1.738</b>	<b>2.837</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	26.513	2.506	1.366	560	4.094	16.656	16.331	Empréstimos e Financiamentos	13.067	14.568	6.140	17.278	29.195	1.738	2.837
<b>OPERACIONAL</b>	<b>72.012</b>	<b>81.108</b>	<b>71.065</b>	<b>77.005</b>	<b>92.766</b>	<b>87.542</b>	<b>91.733</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>22.500</b>	<b>20.384</b>	<b>16.472</b>	<b>17.293</b>	<b>14.276</b>	<b>12.091</b>	<b>18.448</b>
Clientes	48.149	58.849	39.565	50.533	72.199	68.783	73.601	Fornecedores	3.806	4.458	9.574	8.293	5.750	5.411	8.388
Impostos a Recuperar	4.827	3.425	3.903	0	0	1.833	722	Obrigações fiscais	897	1.401	610	1.995	2.470	881	3.271
Estoques	16.827	16.389	18.811	20.122	18.032	14.285	16.786	Obrigações sociais e trabalhistas	5.504	4.419	3.332	2.960	3.494	3.950	3.387
Outros créditos	2.209	2.445	8.786	6.350	2.535	1.508	575	Lucros distribuídos a pagar	9.540	6.844	1.248	1.120	1.428	429	2.281
Despesas Pagas Antecipadamente	0	0	0	0	0	1.133	49	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>2.572</b>	<b>6.850</b>	<b>9.961</b>	<b>16.951</b>	<b>14.176</b>	<b>1.938</b>	<b>785</b>	Outras Obrigações	2.753	3.262	1.708	2.925	1.134	1.420	1.121
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>9.358</b>	<b>11.422</b>	<b>1.462</b>	<b>2.700</b>	<b>3.199</b>	<b>2.406</b>	<b>8.757</b>
Créditos de pessoas ligadas	0	484	0	1.009	377	0	0	Empréstimos e Financiamentos	3.888	10.758	0	0	112	0	0
Impostos a Recuperar	719	4.188	7.666	13.041	12.861	0	0	Obrigações fiscais	4.527	0	0	0	387	0	0
Outros créditos	1.853	2.178	2.295	2.901	938	1.938	785	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>30.078</b>	<b>31.784</b>	<b>36.452</b>	<b>32.191</b>	<b>27.227</b>	<b>31.682</b>	<b>34.561</b>	Outras Obrigações	943	664	1.462	2.700	2.700	2.406	8.757
Investimentos	6.095	5.952	5.861	4.537	3.197	8.061	7.953	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>86.249</b>	<b>75.874</b>	<b>94.770</b>	<b>89.436</b>	<b>91.593</b>	<b>121.583</b>	<b>113.368</b>
Imobilizado	21.953	21.861	19.225	22.388	24.030	23.621	26.608	Capital Social	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	40.000	40.000
Difendo	2.030	3.971	11.366	5.266	0	0	0	Reservas	14.249	7.529	26.882	26.382	28.134	36.017	25.998
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>131.175</b>	<b>122.248</b>	<b>118.844</b>	<b>126.707</b>	<b>138.263</b>	<b>137.818</b>	<b>143.410</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	22.000	18.345	17.888	13.054	13.459	45.566	47.370
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>131.174</b>	<b>122.248</b>	<b>118.844</b>	<b>126.707</b>	<b>138.263</b>	<b>137.818</b>	<b>143.410</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>28.847</b>	<b>29.215</b>	<b>22.893</b>	<b>4.876</b>	<b>3.675</b>	<b>27.301</b>	<b>41.525</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>21.323</b>	<b>15.592</b>	<b>15.708</b>	<b>4.663</b>	<b>2.665</b>	<b>17.282</b>	<b>25.674</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	16.502	4.270	6.110	691	-7.320	9.544	19.513
Depreciação e Amortização	3.840	10.860	7.169	3.332	3.187	5.014	4.784
Resultado da Equivalência Patrimonial	-143	-210	-754	355	1.338	0	0
Outras origens	1.124	672	3.183	285	5.460	2.724	1.377
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>2.576</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	2.576	0	0	0	0	0	0
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>4.948</b>	<b>13.623</b>	<b>7.185</b>	<b>213</b>	<b>1.010</b>	<b>10.019</b>	<b>15.851</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	0	9.960	0	0	793	0	2.351
Redução do Realizável a Longo Prazo	4.278	3.111	6.990	0	0	0	0
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	8.925	9.446
Outras origens	670	552	195	213	217	1.094	4.054
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>14.551</b>	<b>30.372</b>	<b>16.068</b>	<b>15.271</b>	<b>40.655</b>	<b>23.711</b>	<b>29.959</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	19.888	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	0	0	0	2.775	12.238	1.153	3.121
Redução do Exigível a Longo Prazo	2.062	0	1.238	499	0	6.241	3.392
Imobilizado	3.105	4.427	3.566	1.975	4.008	4.823	5.348
Investimentos/Difendo	11	22.346	10.293	8.961	1.522	146	5.100
Lucros distribuídos	9.373	3.599	971	1.061	2.999	11.348	12.998
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>14.296</b>	<b>-1.157</b>	<b>6.825</b>	<b>-10.395</b>	<b>-36.980</b>	<b>3.590</b>	<b>11.566</b>
<b>VARIACÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>14.296</b>	<b>-1.157</b>	<b>6.825</b>	<b>-10.395</b>	<b>-36.980</b>	<b>3.590</b>	<b>11.566</b>
<b>VARIACÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>14.911</b>	<b>11.183</b>	<b>-5.134</b>	<b>-19.295</b>	<b>-7.338</b>	<b>-3.866</b>	<b>15.676</b>
Ativo Circulante no Início do Período	83.614	72.431	77.565	96.860	104.198	108.064	92.388
Ativo Circulante no Final do Período	98.525	83.614	72.431	77.565	96.860	104.198	108.064
<b>VARIACÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>615</b>	<b>12.340</b>	<b>-11.959</b>	<b>-8.900</b>	<b>29.642</b>	<b>-7.456</b>	<b>4.110</b>
Passivo Circulante no Início do Período	34.952	22.612	34.571	43.471	13.829	21.285	17.175
Passivo Circulante no Final do Período	35.567	34.952	22.612	34.571	43.471	13.829	21.285

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>340.115</b>	<b>287.180</b>	<b>252.719</b>	<b>209.832</b>	<b>217.004</b>	<b>251.751</b>	<b>252.798</b>
Vendas Brutas	340.115	287.180	252.719	209.832	217.004	251.751	252.798
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-71.012</b>	<b>-60.144</b>	<b>-55.528</b>	<b>-39.677</b>	<b>-41.415</b>	<b>-45.563</b>	<b>-41.877</b>
(-) Deduções de Vendas	-71.012	-60.144	-55.528	-39.677	-41.415	-45.563	-41.877
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>269.103</b>	<b>227.036</b>	<b>197.191</b>	<b>170.155</b>	<b>175.589</b>	<b>206.188</b>	<b>210.921</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-192.377</b>	<b>-162.430</b>	<b>-140.147</b>	<b>-121.723</b>	<b>-132.785</b>	<b>-146.982</b>	<b>-134.529</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-192.377	-162.430	-140.147	-121.723	-132.785	-146.982	-134.529
<b>Lucro BRUTO</b>	<b>76.726</b>	<b>64.606</b>	<b>57.044</b>	<b>48.432</b>	<b>42.804</b>	<b>59.206</b>	<b>76.392</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-46.218</b>	<b>-52.143</b>	<b>-43.817</b>	<b>-42.450</b>	<b>-46.717</b>	<b>-43.874</b>	<b>-41.125</b>
(-) Despesas com Vendas	-36.287	-39.031	-32.180	-32.284	-37.606	-37.806	-35.550
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-9.931	-13.112	-11.637	-10.166	-9.111	-6.068	-5.575
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>30.508</b>	<b>12.463</b>	<b>13.227</b>	<b>5.982</b>	<b>-3.913</b>	<b>15.332</b>	<b>35.267</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-5.171</b>	<b>-5.442</b>	<b>-3.166</b>	<b>-3.985</b>	<b>-14.315</b>	<b>-4.991</b>	<b>-9.447</b>
(+) Receitas Financeiras	0	0	1	0	0	0	0
(-) Despesas Financeiras	-5.171	-5.442	-3.167	-3.985	-14.315	-4.991	-9.447
<b>(-) JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>-4.925</b>	<b>-3.031</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-10.500</b>	<b>-11.113</b>
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	143	210	754	-355	-1.338	0	0
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>20.555</b>	<b>4.200</b>	<b>10.815</b>	<b>1.642</b>	<b>-19.566</b>	<b>-1.59</b>	<b>14.707</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>-352</b>	<b>-293</b>	<b>-1.206</b>	<b>-805</b>	<b>1.373</b>	<b>-5</b>	<b>-75</b>
(+) Receitas não Operacionais	0	0	0	0	1.373	0	0
(-) Despesas não Operacionais	-352	-293	-1.206	-805	0	-5	-75
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>20.203</b>	<b>3.907</b>	<b>9.609</b>	<b>837</b>	<b>-18.193</b>	<b>-1.64</b>	<b>14.632</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-7.489	-2.467	-3.208	0	10.873	-188	-5.075
(-) Participações Estatutárias	-1.133	-201	-291	-146	0	-604	-1.157
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	4.925	3.031	0	0	0	10.500	11.113
<b>Lucros/Prejuízos do Exercício</b>	<b>16.502</b>	<b>4.270</b>	<b>6.110</b>	<b>691</b>	<b>-7.320</b>	<b>9.544</b>	<b>19.513</b>
Lucro/Prejuízo por ação	1,65	0,43	0,61	0,07	0,73	0,95	1,95
<b>EBTIDA</b>	<b>34.348</b>	<b>23.323</b>	<b>20.396</b>	<b>9.314</b>	<b>-7.26</b>	<b>20.346</b>	<b>40.051</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>18.345</b>	<b>17.888</b>	<b>13.054</b>	<b>13.459</b>	<b>45.566</b>	<b>47.370</b>	<b>44.117</b>
Lucro/prejuízo do exercício	11.577	1.239	6.110	691	-7.320	-956	8.400
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	-19.888	0	0
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	-2.841
Distribuição de lucros proposta	-4.449	-568	-971	-1.061	-2.999	-848	-1.885
Retenções/Resolução de lucros/Reversão	-3.473	-214	-305	-35	-1.900	0	-421
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>22.000</b>	<b>18.345</b>	<b>17.888</b>	<b>13.054</b>	<b>13.459</b>	<b>45.566</b>	<b>47.370</b>

## Apêndice E – Demonstrações Contábeis da Dilly Nordeste S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 04: DILLY NORDESTE S/A - ITAPIÓCA - CE

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>82.511</b>	<b>72.377</b>	<b>45.889</b>	<b>28.100</b>	<b>35.893</b>	<b>15.872</b>	<b>10.933</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>38.777</b>	<b>29.350</b>	<b>21.881</b>	<b>15.684</b>	<b>10.729</b>	<b>5.086</b>	<b>2.848</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>1.716</b>	<b>2.282</b>	<b>2.091</b>	<b>1.350</b>	<b>1.991</b>	<b>785</b>	<b>274</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>16.966</b>	<b>10.732</b>	<b>2.435</b>	<b>1.465</b>	<b>718</b>	<b>762</b>	<b>5</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	1.716	2.282	2.091	1.350	1.991	785	274	Empréstimos e Financiamentos	16.966	10.732	2.435	1.465	718	762	5
<b>OPERACIONAL</b>	<b>80.795</b>	<b>70.095</b>	<b>43.798</b>	<b>26.750</b>	<b>33.902</b>	<b>15.087</b>	<b>10.659</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>21.811</b>	<b>18.617</b>	<b>19.446</b>	<b>14.218</b>	<b>10.011</b>	<b>4.324</b>	<b>2.843</b>
Clientes	50.802	27.842	21.571	14.848	22.288	10.689	5.973	Fornecedores	16.369	12.149	11.957	10.915	5.706	2.116	1.474
Impostos a Recuperar	5.737	4.855	1.336	864	2.568	426	416	Obrigações fiscais	877	124	1.370	312	805	642	165
Estoques	20.500	28.871	16.552	8.106	4.019	3.002	3.831	Obrigações sociais e trabalhistas	1.955	3.350	2.192	1.434	536	314	34
Outros créditos	3.755	3.469	4.290	2.932	5.027	971	439	Lucros distribuídos a pagar	532	556	2.408	749	2.641	962	1.024
Despesas Pagas Antecipadamente	0	5.057	50	0	0	0	0	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>52.823</b>	<b>33.053</b>	<b>46.665</b>	<b>39.727</b>	<b>9</b>	<b>559</b>	<b>3</b>	Outras Obrigações	2.077	2.437	1.519	808	323	289	146
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>49.684</b>	<b>44.061</b>	<b>29.222</b>	<b>22.177</b>	<b>10.085</b>	<b>5.442</b>	<b>5.415</b>
Créditos de pessoas ligadas	52.731	33.036	46.656	39.718	0	550	0	Empréstimos e Financiamentos	43.626	44.061	0	0	8.728	5.442	3.052
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0
Outros créditos	92	17	9	9	9	9	3	Dívidas com pessoas ligadas	6.058	0	29.222	22.177	1.357	0	2.362
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>49.130</b>	<b>53.404</b>	<b>25.652</b>	<b>9.975</b>	<b>7.290</b>	<b>5.476</b>	<b>3.277</b>	Outras Obrigações	0	0	0	0	0	0	0
Investimentos	1.247	909	1.034	80	80	4	4	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>96.002</b>	<b>85.423</b>	<b>67.102</b>	<b>29.441</b>	<b>22.378</b>	<b>11.378</b>	<b>5.949</b>
Imobilizado	47.883	52.465	24.515	9.715	6.962	5.010	2.927	Capital Social	32.000	31.000	26.500	12.000	4.000	4.000	1.000
Difendo	0	30	103	180	248	463	346	Reservas	52.764	36.497	23.634	11.581	18.378	7.378	4.949
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>184.464</b>	<b>158.834</b>	<b>118.205</b>	<b>77.802</b>	<b>43.192</b>	<b>21.906</b>	<b>14.213</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	11.238	17.926	16.969	5.860	0	0	0
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>184.464</b>	<b>158.834</b>	<b>118.205</b>	<b>67.302</b>	<b>43.192</b>	<b>21.906</b>	<b>14.213</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>27.583</b>	<b>53.197</b>	<b>43.064</b>	<b>43.048</b>	<b>19.922</b>	<b>7.654</b>	<b>9.810</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>4.719</b>	<b>7.864</b>	<b>20.931</b>	<b>14.360</b>	<b>11.719</b>	<b>6.615</b>	<b>6.592</b>
Ajustes Exercício Anterior	-4.662	-366	756	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	-1.772	2.286	13.791	9.338	7.944	4.052	4.121
Depreciação e Amortização	10.232	4.793	1.815	1.144	813	532	389
Resultado da Equivalência Patrimonial	-415	-115	0	0	0	0	0
Outras origens	1.335	1.266	4.569	3.858	2.962	2.031	2.082
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>17.142</b>	<b>15.743</b>	<b>21.416</b>	<b>6.096</b>	<b>3.010</b>	<b>1.012</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	0	0	10.500	0	0	0	0
Outras origens	17.142	15.743	10.916	6.096	3.010	1.012	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>5.722</b>	<b>29.590</b>	<b>718</b>	<b>22.592</b>	<b>5.192</b>	<b>28</b>	<b>3.218</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	4.943	14.750	0	22.592	4.643	28	3.218
Redução do Realizável a Longo Prazo	0	13.612	0	0	549	0	0
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	779	1.228	718	0	0	0	0
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>26.876</b>	<b>34.177</b>	<b>31.473</b>	<b>55.795</b>	<b>5.544</b>	<b>4.953</b>	<b>2.718</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	19.769	0	6.938	39.718	0	556	0
Redução do Exigível a Longo Prazo	0	0	3.456	1	0	0	0
Imobilizado	6.977	33.960	16.660	4.672	2.903	3.116	1.695
Investimentos/Difendo	0	0	1.672	5	0	319	44
Lucros distribuídos	130	217	2.749	11.400	2.641	962	979
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>707</b>	<b>19.020</b>	<b>11.591</b>	<b>-12.747</b>	<b>14.377</b>	<b>2.702</b>	<b>7.092</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>707</b>	<b>19.020</b>	<b>11.591</b>	<b>-12.747</b>	<b>14.377</b>	<b>2.702</b>	<b>7.092</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>10.134</b>	<b>26.488</b>	<b>17.789</b>	<b>-7.793</b>	<b>20.021</b>	<b>4.939</b>	<b>9.591</b>
Ativo Circulante no Início do Período	72.377	45.889	28.100	35.893	15.872	10.933	1.342
Ativo Circulante no Final do Período	82.511	72.377	45.889	28.100	35.893	15.872	10.933
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>9.427</b>	<b>7.469</b>	<b>6.197</b>	<b>4.955</b>	<b>5.644</b>	<b>2.237</b>	<b>2.499</b>
Passivo Circulante no Início do Período	29.350	21.881	15.684	10.729	5.086	2.848	349
Passivo Circulante no Final do Período	38.777	29.350	21.881	15.684	10.729	5.086	2.848

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>238.904</b>	<b>200.975</b>	<b>178.464</b>	<b>119.223</b>	<b>68.327</b>	<b>33.389</b>	<b>19.492</b>
Vendas Brutas	238.904	200.975	178.464	119.223	68.327	33.389	19.492
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-52.855</b>	<b>-49.057</b>	<b>-39.618</b>	<b>-19.723</b>	<b>-12.649</b>	<b>-5.804</b>	<b>-3.386</b>
(-) Deduções de Vendas	-52.855	-49.057	-39.618	-19.723	-12.649	-5.804	-3.386
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>186.048</b>	<b>151.918</b>	<b>138.846</b>	<b>99.500</b>	<b>55.679</b>	<b>27.585</b>	<b>16.106</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-146.968</b>	<b>-120.524</b>	<b>-90.023</b>	<b>-63.822</b>	<b>-35.235</b>	<b>-16.024</b>	<b>-7.185</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-146.968	-120.524	-90.023	-63.822	-35.235	-16.024	-7.185
<b>Lucro Bruto</b>	<b>39.080</b>	<b>31.394</b>	<b>48.823</b>	<b>35.678</b>	<b>20.444</b>	<b>11.561</b>	<b>8.920</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-36.936</b>	<b>-25.201</b>	<b>-26.499</b>	<b>-20.475</b>	<b>-8.565</b>	<b>-5.149</b>	<b>-2.548</b>
(-) Despesas com Vendas	-30.769	-17.840	-15.686	-12.224	-5.756	-4.505	-2.069
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-6.167	-7.361	-10.813	-8.251	-2.809	-643	-479
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>2.144</b>	<b>6.193</b>	<b>22.325</b>	<b>15.204</b>	<b>11.879</b>	<b>6.413</b>	<b>6.373</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-3.780</b>	<b>-2.441</b>	<b>-1.043</b>	<b>-1.121</b>	<b>9</b>	<b>-300</b>	<b>-303</b>
(+) Receitas Financeiras	3.252	2.076	1.805	937	822	357	53
(-) Despesas Financeiras	-7.032	-4.517	-2.849	-2.058	-814	-658	-355
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	415	115	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-1.221</b>	<b>3.867</b>	<b>21.281</b>	<b>14.082</b>	<b>11.887</b>	<b>6.112</b>	<b>6.070</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>-530</b>	<b>-444</b>	<b>146</b>	<b>138</b>	<b>90</b>	<b>40</b>	<b>16</b>
(+) Receitas não Operacionais	514	468	164	206	101	42	21
(-) Despesas não Operacionais	-1.044	-912	-17	-68	-11	-2	-5
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>-1.751</b>	<b>3.423</b>	<b>21.428</b>	<b>14.220</b>	<b>11.977</b>	<b>6.152</b>	<b>6.086</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	0	-1.095	-7.575	-4.794	-4.018	-2.093	-1.956
(-) Participações Estatutárias	-21	-42	-61	-68	-15	-7	-9
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
<b>Lucros/Prejuízos do Exercício</b>	<b>-1.772</b>	<b>2.286</b>	<b>13.791</b>	<b>9.338</b>	<b>7.944</b>	<b>4.052</b>	<b>4.121</b>
Lucro/Prejuízo por ação	0,36	0,74	5,20	7,80	1,99	1,01	4,12
<b>EBITDA</b>	<b>12.376</b>	<b>10.987</b>	<b>24.140</b>	<b>16.347</b>	<b>12.692</b>	<b>6.945</b>	<b>6.762</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>17.926</b>	<b>16.969</b>	<b>5.860</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Lucro/prejuízo do exercício	-1.772	2.286	13.791	9.338	7.944	4.052	4.121
Ajustes do exercício anterior	-4.661	-366	756	7	0	0	0
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0
Distribuição de lucros proposta	-130	-217	-2.748	-11.400	-2.641	-962	-979
Retenções/Reservação de lucros/Reversão	-125	-746	-690	7.895	-5.303	-3.090	-3.142
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>11.238</b>	<b>17.926</b>	<b>16.969</b>	<b>5.860</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## Apêndice F – Demonstrações Contábeis da Calçados Fillis S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 05: CALÇADOS FILLIS S/A - CAMPO BOM - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>17.605</b>	<b>20.056</b>	<b>19.034</b>	<b>21.859</b>	<b>21.758</b>	<b>18.135</b>	<b>14.850</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>7.896</b>	<b>9.290</b>	<b>8.399</b>	<b>10.701</b>	<b>10.343</b>	<b>9.093</b>	<b>7.621</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>242</b>	<b>424</b>	<b>263</b>	<b>834</b>	<b>524</b>	<b>840</b>	<b>1.259</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>5.722</b>	<b>5.723</b>	<b>5.351</b>	<b>7.620</b>	<b>6.089</b>	<b>5.548</b>	<b>4.477</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	242	424	263	834	524	840	1.259	Empréstimos e Financiamentos	5.722	5.723	5.351	7.620	6.089	5.548	4.477
<b>OPERACIONAL</b>	<b>17.363</b>	<b>19.632</b>	<b>18.772</b>	<b>21.025</b>	<b>21.234</b>	<b>17.295</b>	<b>13.591</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>2.174</b>	<b>3.567</b>	<b>3.048</b>	<b>3.081</b>	<b>4.255</b>	<b>3.545</b>	<b>3.143</b>
Clientes	3.405	5.699	6.288	9.424	12.132	8.533	7.089	Fornecedores	1.231	2.811	2.139	2.294	2.482	2.578	1.994
Impostos a Recuperar	7.860	7.196	4.698	2.822	1.361	948	859	Obrigações fiscais	5	25	14	29	69	36	76
Estoques	5.836	6.577	7.431	8.403	7.380	7.214	4.695	Obrigações sociais e trabalhistas	176	223	235	246	239	206	155
Outros créditos	239	146	345	361	349	568	942	Lucros distribuídos a pagar	0	0	0	0	748	309	96
Despesas Pagas Antecipadamente	23	14	10	15	11	11	6	Dívidas com pessoas ligadas	360	204	185	155	14	14	314
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>28</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	Outras Obrigações	401	304	455	357	702	402	507
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>583</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	Empréstimos e Financiamentos	583	0	0	0	0	0	0
Impostos a Recuperar	2	0	0	7	10	13	15	Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0
Outros créditos	26	11	11	11	19	19	19	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>3.904</b>	<b>3.543</b>	<b>3.589</b>	<b>3.421</b>	<b>3.327</b>	<b>3.154</b>	<b>3.560</b>	Outras Obrigações	0	0	0	0	0	0	0
Investimentos	415	415	415	415	415	415	415	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>13.057</b>	<b>14.320</b>	<b>14.236</b>	<b>14.597</b>	<b>14.771</b>	<b>12.228</b>	<b>10.823</b>
Imobilizado	3.490	3.128	3.175	3.006	2.912	2.739	3.145	Capital Social	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	Reservas	6.255	6.255	6.255	6.255	3.559	1.993	1.534
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>21.537</b>	<b>23.610</b>	<b>22.635</b>	<b>25.298</b>	<b>25.114</b>	<b>21.321</b>	<b>18.444</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	-2.198	-935	-1.019	-659	2.213	1.234	289
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>21.537</b>	<b>23.610</b>	<b>22.635</b>	<b>25.298</b>	<b>25.114</b>	<b>21.321</b>	<b>18.444</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>-580</b>	<b>220</b>	<b>-161</b>	<b>284</b>	<b>3.712</b>	<b>2.191</b>	<b>1.667</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>-1.163</b>	<b>220</b>	<b>-168</b>	<b>-211</b>	<b>3.537</b>	<b>2.093</b>	<b>717</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Lucro/Prejuízo do Exercício	-1.263	84	-361	-659	3.172	1.480	406	
Depreciação e Amortização	0	0	192	403	357	340	301	
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	100	136	0	44	8	272	10	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>484</b>	<b>172</b>	<b>96</b>	<b>950</b>	
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	484	172	96	950	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>583</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	583	0	7	11	3	1	0	
Redução do Realizável a Longo Prazo	0	0	7	11	3	1	0	
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>477</b>	<b>90</b>	<b>361</b>	<b>541</b>	<b>1.339</b>	<b>379</b>	<b>981</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	16	0	0	0	0	0	13	
Redução do Exigível a Longo Prazo	0	0	0	0	0	0	0	
Imobilizado	461	90	361	541	538	207	831	
Investimentos/Difendo	0	0	0	0	0	0	41	
Lucros distribuídos	0	0	0	0	801	172	96	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>-1.057</b>	<b>131</b>	<b>-523</b>	<b>-257</b>	<b>2.373</b>	<b>1.812</b>	<b>686</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>-1.057</b>	<b>131</b>	<b>-523</b>	<b>-258</b>	<b>2.373</b>	<b>1.812</b>	<b>686</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>-2.451</b>	<b>1.021</b>	<b>-2.824</b>	<b>101</b>	<b>3.623</b>	<b>3.284</b>	<b>4.288</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	20.056	19.034	21.859	21.758	18.135	14.850	10.362	
Ativo Circulante no Final do Período	17.605	20.056	19.034	21.859	21.758	18.135	14.850	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-1.394</b>	<b>890</b>	<b>-2.302</b>	<b>358</b>	<b>1.250</b>	<b>1.473</b>	<b>3.602</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	9.290	8.399	10.701	10.343	9.093	7.621	4.018	
Passivo Circulante no Final do Período	7.896	9.290	8.399	10.701	10.343	9.093	7.621	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>21.882</b>	<b>21.345</b>	<b>36.600</b>	<b>42.000</b>	<b>43.879</b>	<b>35.669</b>	<b>26.826</b>	
Vendas Brutas	21.882	21.345	36.600	42.000	43.879	35.669	26.826	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-2.086</b>	<b>-2.876</b>	<b>-2.630</b>	<b>-1.598</b>	<b>-1.307</b>	<b>-1.134</b>	<b>-844</b>	
(-) Deduções de Vendas	-2.086	-2.876	-2.630	-1.598	-1.307	-1.134	-844	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>19.796</b>	<b>18.470</b>	<b>33.969</b>	<b>40.402</b>	<b>42.573</b>	<b>34.535</b>	<b>25.983</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-18.533</b>	<b>-20.074</b>	<b>-30.986</b>	<b>-35.590</b>	<b>-33.077</b>	<b>-28.108</b>	<b>-22.375</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-18.533	-20.074	-30.986	-35.590	-33.077	-28.108	-22.375	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.263</b>	<b>-1.605</b>	<b>2.983</b>	<b>4.812</b>	<b>9.495</b>	<b>6.428</b>	<b>3.608</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-2.539</b>	<b>-2.784</b>	<b>-3.498</b>	<b>-3.655</b>	<b>-3.579</b>	<b>-3.178</b>	<b>-2.388</b>	
(-) Despesas com Vendas	-1.497	-1.695	-2.123	-2.162	-2.146	-2.034	-1.234	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-1.042	-1.089	-1.375	-1.492	-1.433	-1.145	-1.134	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-1.276</b>	<b>-4.359</b>	<b>-514</b>	<b>1.157</b>	<b>5.917</b>	<b>3.249</b>	<b>1.220</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-49</b>	<b>3.741</b>	<b>145</b>	<b>-1.821</b>	<b>-1.011</b>	<b>-830</b>	<b>-545</b>	
(+) Receitas Financeiras	1.499	5.194	1.823	400	825	634	282	
(-) Despesas Financeiras	-1.548	-1.453	-1.678	-2.221	-1.837	-1.464	-827	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>							
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	0	0	0	0	0	0	0	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-1.325</b>	<b>-618</b>	<b>-369</b>	<b>-664</b>	<b>4.905</b>	<b>2.419</b>	<b>675</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>62</b>	<b>719</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>-33</b>	<b>-12</b>	
(+) Receitas não Operacionais	183	899	47	59	44	312	64	
(-) Despesas não Operacionais	-121	-180	-38	-54	-36	-345	-76	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>-1.263</b>	<b>101</b>	<b>-361</b>	<b>-658</b>	<b>4.913</b>	<b>2.387</b>	<b>663</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	0	-17	0	0	-1.441	-770	-257	
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	-300	-137	0	
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>-1.263</b>	<b>84</b>	<b>-361</b>	<b>-658</b>	<b>3.172</b>	<b>1.480</b>	<b>406</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	-675	0,45	-1,93	-3,52	16,96	7,92	2,17	
<b>EBITDA</b>	<b>-1.276</b>	<b>-4.359</b>	<b>-322</b>	<b>1.560</b>	<b>6.273</b>	<b>3.589</b>	<b>1.520</b>	

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>-935</b>	<b>-1.019</b>	<b>-659</b>	<b>2.213</b>	<b>1.234</b>	<b>289</b>	<b>3.818</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	-1.263	84	-361	-658	3.172	1.480	406	
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	0	0	0	0	-801	-172	-96	
Retenções/Realização de lucros/Reversão	0	0	0	-2.213	-1.392	-364	-3.839	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>-2.198</b>	<b>-935</b>	<b>-1.019</b>	<b>-659</b>	<b>2.213</b>	<b>1.234</b>	<b>289</b>	

## Apêndice G – Demonstrações Contábeis da Calçados Jacob S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 06: CALÇADOS JACOB S/A - NOVO HAMBURGO - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)								
ATIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>54.910</b>	<b>57.934</b>	<b>56.935</b>	<b>60.743</b>	<b>62.961</b>	<b>58.458</b>	<b>55.661</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>36.350</b>	<b>34.979</b>	<b>34.720</b>	<b>34.661</b>	<b>36.797</b>	<b>30.443</b>	<b>27.091</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	36.350	34.979	34.720	34.661	36.797	30.443	27.091	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>18.561</b>	<b>22.955</b>	<b>22.214</b>	<b>26.082</b>	<b>26.164</b>	<b>28.015</b>	<b>28.570</b>	
Clientes	11.665	12.990	13.865	14.686	18.694	20.290	20.266	
Impostos a Recuperar	1.387	2.530	2.083	3.677	32	203	0	
Estoques	5.319	7.172	5.925	7.509	7.212	6.411	8.239	
Outros créditos	169	236	303	181	200	1.106	58	
Despesas Pagas Antecipadamente	22	27	28	29	26	6	7	
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>165</b>	<b>181</b>	<b>150</b>	<b>123</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>88</b>	
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos a Recuperar	129	145	113	87	31	30	39	
Outros créditos	36	36	36	36	36	36	49	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>4.835</b>	<b>5.222</b>	<b>5.703</b>	<b>6.023</b>	<b>6.423</b>	<b>4.918</b>	<b>5.147</b>	
Investimentos	1.680	1.680	1.680	1.680	1.876	1.607	1.608	
Imobilizado	3.155	3.542	4.023	4.343	4.547	3.311	3.539	
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>59.911</b>	<b>63.337</b>	<b>62.788</b>	<b>66.890</b>	<b>69.452</b>	<b>63.442</b>	<b>60.896</b>	

PASSIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>2.075</b>	<b>5.299</b>	<b>4.668</b>	<b>8.766</b>	<b>10.462</b>	<b>10.303</b>	<b>13.173</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>0</b>							
Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>2.075</b>	<b>5.299</b>	<b>4.668</b>	<b>8.766</b>	<b>10.462</b>	<b>10.303</b>	<b>13.173</b>	
Fornecedores	758	489	541	430	795	803	1.313	
Obrigações fiscais	159	573	481	1.131	469	946	1.474	
Obrigações sociais e trabalhistas	75	147	128	151	156	138	64	
Lucros distribuídos a pagar	0	3.060	2.297	5.761	6.203	5.508	6.062	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	1.083	1.030	1.221	1.293	2.838	2.908	4.260	
<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>0</b>							
Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	
Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	0	0	0	0	0	0	0	
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>57.836</b>	<b>58.039</b>	<b>58.120</b>	<b>58.123</b>	<b>58.990</b>	<b>53.139</b>	<b>47.723</b>	
Capital Social	27.000	27.000	27.000	27.000	27.000	26.000	25.500	
Reservas	822	822	822	822	822	1.186	1.222	
Lucros/Prejuízos Acumulados	30.015	30.217	30.299	30.302	31.169	25.953	21.001	
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>59.911</b>	<b>63.337</b>	<b>62.788</b>	<b>66.890</b>	<b>69.452</b>	<b>63.442</b>	<b>60.896</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>298</b>	<b>427</b>	<b>519</b>	<b>-132</b>	<b>7.821</b>	<b>7.498</b>	<b>12.313</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>282</b>	<b>427</b>	<b>519</b>	<b>-132</b>	<b>7.821</b>	<b>7.360</b>	<b>11.612</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Lucro/Prejuízo do Exercício	-202	-81	-35	-671	7.320	6.952	10.418	
Depreciação e Amortização	462	504	521	536	501	404	387	
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	22	4	33	3	0	4	807	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>137</b>	<b>701</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	0	0	0	0	0	0	0	
Redução do Realizável a Longo Prazo	16	0	0	0	0	21	0	
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	117	701	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>97</b>	<b>59</b>	<b>229</b>	<b>391</b>	<b>3.476</b>	<b>1.831</b>	<b>3.172</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	0	31	26	56	1	0	39	
Redução do Exigível a Longo Prazo	0	0	0	0	0	0	0	
Imobilizado	97	27	202	335	1.737	180	659	
Investimentos/Difendo	0	0	0	0	0	0	0	
Lucros distribuídos	0	0	0	0	1.738	1.651	2.474	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>201</b>	<b>368</b>	<b>291</b>	<b>-523</b>	<b>4.345</b>	<b>5.667</b>	<b>9.140</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>201</b>	<b>368</b>	<b>291</b>	<b>-523</b>	<b>4.345</b>	<b>5.667</b>	<b>9.140</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>-3.024</b>	<b>999</b>	<b>-3.808</b>	<b>-2.218</b>	<b>4.503</b>	<b>2.797</b>	<b>12.043</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	57.934	56.935	60.743	62.961	58.458	55.661	43.618	
Ativo Circulante no Final do Período	54.910	57.934	56.935	60.743	62.961	58.458	55.661	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-3.224</b>	<b>631</b>	<b>-4.099</b>	<b>-1.695</b>	<b>159</b>	<b>-2.870</b>	<b>2.903</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	5.299	4.668	8.766	10.462	10.303	13.173	10.270	
Passivo Circulante no Final do Período	2.075	5.299	4.668	8.766	10.462	10.303	13.173	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>37.154</b>	<b>44.900</b>	<b>49.503</b>	<b>55.372</b>	<b>68.782</b>	<b>73.370</b>	<b>80.586</b>	
Vendas Brutas	37.154	44.900	49.503	55.372	68.782	73.370	80.586	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-7.402</b>	<b>-8.947</b>	<b>-9.937</b>	<b>-9.669</b>	<b>-10.550</b>	<b>-11.898</b>	<b>-12.812</b>	
(-) Deduções de Vendas	-7.402	-8.947	-9.937	-9.669	-10.550	-11.898	-12.812	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>29.752</b>	<b>35.953</b>	<b>39.566</b>	<b>45.702</b>	<b>58.232</b>	<b>61.472</b>	<b>67.774</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-25.267</b>	<b>-27.001</b>	<b>-29.471</b>	<b>-31.906</b>	<b>-37.121</b>	<b>-36.332</b>	<b>-37.422</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-25.267	-27.001	-29.471	-31.906	-37.121	-36.332	-37.422	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>4.484</b>	<b>8.952</b>	<b>10.094</b>	<b>13.796</b>	<b>21.112</b>	<b>25.140</b>	<b>30.352</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-9.554</b>	<b>-10.501</b>	<b>-11.460</b>	<b>-12.169</b>	<b>-12.609</b>	<b>-13.916</b>	<b>-14.284</b>	
(-) Despesas com Vendas	-7.218	-8.345	-9.036	-9.463	-10.543	-12.110	-12.316	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-2.335	-2.155	-2.424	-2.707	-2.066	-1.806	-1.968	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-5.070</b>	<b>-1.549</b>	<b>-1.366</b>	<b>1.627</b>	<b>8.503</b>	<b>11.224</b>	<b>16.068</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>4.839</b>	<b>1.465</b>	<b>1.207</b>	<b>-2.301</b>	<b>2.561</b>	<b>-732</b>	<b>-783</b>	
(+) Receitas Financeiras	5.489	7.122	5.831	7.366	10.223	5.141	4.192	
(-) Despesas Financeiras	-650	-5.657	-4.624	-9.667	-7.661	-5.873	-4.975	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>							
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	0	0	0	0	0	0	0	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-231</b>	<b>-84</b>	<b>-158</b>	<b>-674</b>	<b>11.064</b>	<b>10.492</b>	<b>15.285</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>28</b>	<b>3</b>	<b>124</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>445</b>	
(+) Receitas não Operacionais	29	3	124	3	10	2	464	
(-) Despesas não Operacionais	-1	0	0	0	0	0	-19	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>-202</b>	<b>-81</b>	<b>-35</b>	<b>-671</b>	<b>11.075</b>	<b>10.493</b>	<b>15.730</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	0	0	0	0	-3.755	-3.541	-5.312	
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>-202</b>	<b>-81</b>	<b>-35</b>	<b>-671</b>	<b>7.320</b>	<b>6.952</b>	<b>10.418</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	-0,01	0,00	0,00	-0,02	0,27	0,27	0,41	
<b>EBITDA</b>	<b>-4.608</b>	<b>-1.044</b>	<b>845</b>	<b>2.163</b>	<b>9.004</b>	<b>11.628</b>	<b>16.456</b>	

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>30.217</b>	<b>30.299</b>	<b>30.302</b>	<b>31.169</b>	<b>25.953</b>	<b>21.001</b>	<b>13.637</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	-202	-81	-35	-671	7.320	6.952	10.418	
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	0	0	0	0	-1.738	-1.651	-2.474	
Retenções/Resolução de lucros/Reversão	0	0	32	-196	-366	-349	-580	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>30.015</b>	<b>30.217</b>	<b>30.299</b>	<b>30.302</b>	<b>31.169</b>	<b>25.953</b>	<b>21.001</b>	

## Apêndice H – Demonstrações Contábeis da Calçados Sândalo S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 07: CALÇADOS SÂNDALO S/A - FRANCA - SP

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>11.940</b>	<b>12.052</b>	<b>19.087</b>	<b>16.751</b>	<b>11.647</b>	<b>12.158</b>	<b>10.427</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>13.814</b>	<b>11.674</b>	<b>18.433</b>	<b>14.706</b>	<b>10.577</b>	<b>8.569</b>	<b>7.354</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>667</b>	<b>174</b>	<b>797</b>	<b>606</b>	<b>277</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>5.713</b>	<b>6.454</b>	<b>10.264</b>	<b>7.724</b>	<b>4.353</b>	<b>3.511</b>	<b>2.599</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	0	27	667	174	797	606	277	Empréstimos e Financiamentos	5.713	6.454	10.264	7.724	4.353	3.511	2.599
<b>OPERACIONAL</b>	<b>11.940</b>	<b>12.025</b>	<b>18.420</b>	<b>16.577</b>	<b>10.850</b>	<b>11.552</b>	<b>10.150</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>8.101</b>	<b>5.220</b>	<b>8.169</b>	<b>6.982</b>	<b>6.224</b>	<b>5.058</b>	<b>4.755</b>
Clientes	4.107	5.198	6.754	6.637	4.858	4.627	3.950	Fornecedores	3.348	2.685	5.044	3.157	2.337	2.093	2.217
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	Obrigações fiscais	15	7	4	78	80	409	374
Estoques	2.792	2.945	6.563	6.067	4.335	3.692	3.410	Obrigações sociais e trabalhistas	0	0	0	0	0	0	0
Outros créditos	3.759	3.530	4.809	3.466	1.454	3.095	2.347	Lucros distribuídos a pagar	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Pagas Antecipadamente	1.282	352	294	407	203	138	443	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>5.086</b>	<b>2.931</b>	<b>2.931</b>	<b>2.310</b>	<b>1.817</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	Outras Obrigações	4.738	2.528	3.121	3.747	3.807	2.556	2.164
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>5.394</b>	<b>4.388</b>	<b>6.514</b>	<b>7.399</b>	<b>5.078</b>	<b>5.301</b>	<b>4.644</b>
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	0	0	Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0
Outros créditos	5.086	2.931	2.931	2.310	1.817	0	0	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>14.001</b>	<b>14.004</b>	<b>15.439</b>	<b>14.770</b>	<b>13.777</b>	<b>13.201</b>	<b>12.990</b>	Outras Obrigações	5.394	4.388	6.514	7.399	5.078	5.301	4.644
Investimentos	549	366	366	366	366	366	366	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>11.819</b>	<b>12.925</b>	<b>12.510</b>	<b>11.726</b>	<b>11.586</b>	<b>11.489</b>	<b>11.419</b>
Imobilizado	13.452	13.638	15.073	14.404	13.411	12.835	12.624	Capital Social	10.570	10.570	10.570	15.400	15.400	15.400	15.400
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	Reservas	2.355	3.071	2.040	3.667	3.667	3.667	3.667
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>31.027</b>	<b>28.987</b>	<b>37.457</b>	<b>33.831</b>	<b>27.241</b>	<b>25.359</b>	<b>23.417</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	-1.106	-716	-100	-7.341	-7.481	-7.578	-7.648
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>31.027</b>	<b>28.987</b>	<b>37.457</b>	<b>33.831</b>	<b>27.241</b>	<b>25.359</b>	<b>23.417</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>300</b>	<b>2.348</b>	<b>1.026</b>	<b>2.553</b>	<b>97</b>	<b>727</b>	<b>517</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>-706</b>	<b>606</b>	<b>1.026</b>	<b>232</b>	<b>97</b>	<b>70</b>	<b>-695</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	-271	0	0	0	0	0	
Lucro/Prejuízo do Exercício	-1.106	-716	-99	140	86	71	-696	
Depreciação e Amortização	373	463	242	92	0	0	0	
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	27	1.130	883	0	11	-1	1	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>1.742</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	1.742	0	0	0	0	0	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>1.006</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.321</b>	<b>0</b>	<b>657</b>	<b>1.212</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	1.006	0	0	2.321	0	657	1.212	
Redução do Realizável a Longo Prazo	0	0	0	0	0	0	0	
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>2.552</b>	<b>2.624</b>	<b>2.417</b>	<b>1.578</b>	<b>2.616</b>	<b>211</b>	<b>144</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	2.155	0	621	493	1.817	0	0	
Redução do Exigível a Longo Prazo	0	2.126	885	0	223	0	0	
Imobilizado	214	498	911	1.085	576	211	144	
Investimentos/Difendo	183	0	0	0	0	0	0	
Lucros distribuídos	0	0	0	0	0	0	0	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>-2.252</b>	<b>-276</b>	<b>-1.391</b>	<b>975</b>	<b>-2.519</b>	<b>516</b>	<b>373</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>-2.252</b>	<b>-276</b>	<b>-1.391</b>	<b>975</b>	<b>-2.519</b>	<b>516</b>	<b>373</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>-112</b>	<b>-7.035</b>	<b>2.336</b>	<b>5.104</b>	<b>-511</b>	<b>1.731</b>	<b>2.153</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	12.052	19.087	16.751	11.647	12.158	10.427	8.274	
Ativo Circulante no Final do Período	11.940	12.052	19.087	16.751	11.647	12.158	10.427	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>2.140</b>	<b>-6.759</b>	<b>3.727</b>	<b>4.129</b>	<b>2.008</b>	<b>1.215</b>	<b>1.780</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	11.674	18.433	14.706	10.577	8.569	7.354	5.274	
Passivo Circulante no Final do Período	13.814	11.674	18.433	14.706	10.577	8.569	7.354	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>25.706</b>	<b>33.239</b>	<b>44.118</b>	<b>38.393</b>	<b>33.823</b>	<b>30.397</b>	<b>30.194</b>	
Vendas Brutas	25.706	33.239	44.118	38.393	33.823	30.397	30.194	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-2.978</b>	<b>-3.216</b>	<b>-3.786</b>	<b>-4.184</b>	<b>-3.311</b>	<b>-3.459</b>	<b>-3.124</b>	
(-) Deduções de Vendas	-2.978	-3.216	-3.786	-4.184	-3.311	-3.459	-3.124	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>22.728</b>	<b>30.023</b>	<b>40.332</b>	<b>34.209</b>	<b>30.512</b>	<b>26.938</b>	<b>27.070</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-19.620</b>	<b>-26.145</b>	<b>-32.358</b>	<b>-27.978</b>	<b>-21.625</b>	<b>-19.417</b>	<b>-21.216</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-19.620	-26.145	-32.358	-27.978	-21.625	-19.417	-21.216	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>3.108</b>	<b>3.878</b>	<b>7.974</b>	<b>6.231</b>	<b>8.887</b>	<b>7.521</b>	<b>5.854</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-3.579</b>	<b>-3.576</b>	<b>-5.915</b>	<b>-4.642</b>	<b>-4.433</b>	<b>-4.419</b>	<b>-4.876</b>	
(-) Despesas com Vendas	-2.595	-3.031	-4.225	-3.227	-3.408	-3.401	-3.731	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-984	-545	-1.690	-1.415	-1.025	-1.018	-1.145	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-471</b>	<b>302</b>	<b>2.059</b>	<b>1.589</b>	<b>4.454</b>	<b>3.102</b>	<b>978</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-635</b>	<b>-1.018</b>	<b>-2.158</b>	<b>-1.428</b>	<b>-4.354</b>	<b>-2.996</b>	<b>-1.674</b>	
(+) Receitas Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Despesas Financeiras	-635	-1.018	-2.158	-1.428	-4.354	-2.996	-1.674	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>							
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	0	0	0	0	0	0	0	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-1.106</b>	<b>-716</b>	<b>-99</b>	<b>161</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>-696</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>0</b>							
(+) Receitas não Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Despesas não Operacionais	0	0	0	0	0	0	0	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>-1.106</b>	<b>-716</b>	<b>-99</b>	<b>161</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>-696</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos difendidos	0	0	0	-21	-14	-35	0	
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>-1.106</b>	<b>-716</b>	<b>-99</b>	<b>140</b>	<b>86</b>	<b>71</b>	<b>-696</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	-1.106	-716	-99	140	86	71	-696	
<b>EBTIDA</b>	<b>-98</b>	<b>765</b>	<b>2.301</b>	<b>1.681</b>	<b>4.454</b>	<b>3.102</b>	<b>978</b>	

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>-716</b>	<b>-100</b>	<b>-7.341</b>	<b>-7.481</b>	<b>-7.578</b>	<b>-7.648</b>	<b>-6.953</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	-1.106	-716	-99	140	86	71	-696	
Ajustes do exercício anterior	716	100	7.341	0	0	0	0	
Impostos difendidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	0	0	0	0	0	0	0	
Retenções/Realização de lucros/Reversão	0	0	0	0	0	0	0	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>-1.106</b>	<b>-716</b>	<b>-99</b>	<b>-7.341</b>	<b>-7.492</b>	<b>-7.577</b>	<b>-7.649</b>	

## Apêndice I – Demonstrações Contábeis da Cambuci S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 08: CAMBUCI S/A - SÃO PAULO - SP

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>58.975</b>	<b>53.909</b>	<b>48.980</b>	<b>41.542</b>	<b>41.359</b>	<b>38.607</b>	<b>38.442</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>80.672</b>	<b>87.186</b>	<b>88.758</b>	<b>86.525</b>	<b>113.013</b>	<b>73.522</b>	<b>56.067</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>1.099</b>	<b>747</b>	<b>615</b>	<b>1.384</b>	<b>1.674</b>	<b>758</b>	<b>595</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>34.135</b>	<b>47.491</b>	<b>56.124</b>	<b>58.551</b>	<b>78.217</b>	<b>44.603</b>	<b>35.343</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	1.099	747	615	1.384	1.674	758	595	Empréstimos e Financiamentos	34.135	47.491	56.124	58.551	78.217	44.603	35.343
<b>OPERACIONAL</b>	<b>57.876</b>	<b>53.162</b>	<b>48.365</b>	<b>40.158</b>	<b>39.685</b>	<b>37.849</b>	<b>37.847</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>46.537</b>	<b>39.695</b>	<b>32.634</b>	<b>27.974</b>	<b>34.796</b>	<b>28.919</b>	<b>20.724</b>
Clientes	31.773	31.783	23.443	21.067	20.045	18.529	14.660	Fornecedores	7.175	5.542	6.581	5.618	7.357	9.677	10.131
Impostos a Recuperar	2.064	1.085	2.125	1.281	388	1.086	1.429	Obrigações fiscais	3.793	5.551	5.264	6.268	3.068	2.569	1.393
Estoques	16.800	16.990	19.652	15.360	16.382	15.730	17.947	Obrigações sociais e trabalhistas	16.787	14.886	10.235	6.264	14.293	10.088	4.126
Outros créditos	7.076	2.973	2.896	2.033	2.335	1.594	1.981	Lucros distribuídos a pagar	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Pagas Antecipadamente	163	331	249	417	535	910	1.830	Dívidas com pessoas ligadas	15.420	12.279	9.486	7.401	5.446	3.876	3.223
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>13.324</b>	<b>4.381</b>	<b>3.352</b>	<b>3.416</b>	<b>3.519</b>	<b>20.404</b>	<b>19.215</b>	Outras Obrigações	3.362	1.437	1.068	2.423	4.632	2.709	1.851
Aplicações Financeiras	0	41	75	235	581	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>87.184</b>	<b>80.192</b>	<b>80.386</b>	<b>60.231</b>	<b>41.033</b>	<b>49.697</b>	<b>47.793</b>
Créditos de pessoas ligadas	3.945	1.002	209	212	227	5.689	5.654	Empréstimos e Financiamentos	0	0	106	214	442	10.466	12.337
Impostos a Recuperar	0	0	0	0	0	11.836	13.489	Obrigações fiscais	31.331	32.118	31.928	29.999	11.743	11.454	9.831
Outros créditos	9.379	3.338	3.068	2.969	2.711	2.879	72	Dívidas com pessoas ligadas	5.641	7.196	14.983	12.117	12.369	20.213	18.696
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>43.490</b>	<b>45.665</b>	<b>46.646</b>	<b>47.312</b>	<b>47.273</b>	<b>59.703</b>	<b>57.832</b>	Outras Obrigações	50.212	40.878	33.369	17.901	16.479	7.564	6.929
Investimentos	8.487	15.580	18.084	17.016	17.543	22.460	22.530	<b>PATRIM. LÍQUIDO/PASSIVO A DESCOB.</b>	<b>-52.067</b>	<b>-63.423</b>	<b>-70.166</b>	<b>-54.486</b>	<b>-61.895</b>	<b>-4.505</b>	<b>11.629</b>
Imobilizado	33.173	28.373	27.706	29.296	28.520	27.634	32.106	Capital Social	32.340	32.340	32.340	32.340	32.340	32.340	32.340
Difendo	1.830	1.712	856	1.000	1.410	9.609	3.196	Reservas	60.706	46.897	34.530	23.122	11.431	1.704	1.771
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>115.789</b>	<b>103.955</b>	<b>98.978</b>	<b>92.270</b>	<b>92.151</b>	<b>118.714</b>	<b>115.489</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	-145.113	-142.660	-137.036	-109.948	-105.666	-38.549	-22.482
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>115.789</b>	<b>103.955</b>	<b>98.978</b>	<b>92.270</b>	<b>92.151</b>	<b>118.714</b>	<b>115.489</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>55.945</b>	<b>23.989</b>	<b>16.651</b>	<b>35.185</b>	<b>14.864</b>	<b>8.150</b>	<b>17.399</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>28.721</b>	<b>10.481</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	-2.465	-5.669	-27.541	-4.338	-67.205	-16.167	-14.263
Depreciação e Amortização	2.706	2.972	3.146	2.729	10.419	2.174	2.008
Resultado da Equivalência Patrimonial	-826	2.504	1.156	528	4.917	-899	37
Outras origens	29.306	10.674	23.239	1.081	-51.869	14.892	12.218
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>27.224</b>	<b>13.508</b>	<b>16.651</b>	<b>35.185</b>	<b>14.864</b>	<b>8.150</b>	<b>17.399</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	12.399	467	4.719	23.353	0	5.674	7.327
Redução do Realizável a Longo Prazo	1.020	642	221	103	5.078	2.476	10.072
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	13.805	12.399	11.711	11.729	9.786	0	0
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>44.365</b>	<b>17.488</b>	<b>11.446</b>	<b>8.514</b>	<b>51.603</b>	<b>25.440</b>	<b>48.152</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	9.962	1.674	157	0	0	58	3.171
Redução do Exigível a Longo Prazo	13.322	11.037	2.334	7.280	17.745	5.838	23.463
Imobilizado	19.915	3.692	1.215	3.325	3.134	1.964	9.269
Investimentos/Difendo/Operações sociais	1.156	1.085	7.740	-2.091	30.724	17.580	12.249
Lucros distribuídos	0	0	0	0	0	0	0
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>11.580</b>	<b>6.501</b>	<b>5.205</b>	<b>26.671</b>	<b>-36.739</b>	<b>-17.290</b>	<b>-30.753</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>11.580</b>	<b>6.501</b>	<b>5.205</b>	<b>26.671</b>	<b>-36.739</b>	<b>-17.290</b>	<b>-30.753</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>5.066</b>	<b>4.929</b>	<b>7.438</b>	<b>183</b>	<b>2.752</b>	<b>165</b>	<b>2.501</b>
Ativo Circulante no Início do Período	53.909	48.980	41.542	41.359	38.607	38.442	35.941
Ativo Circulante no Final do Período	58.975	53.909	48.980	41.542	41.359	38.607	38.442
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-6.514</b>	<b>-1.572</b>	<b>-2.233</b>	<b>-26.488</b>	<b>39.491</b>	<b>17.455</b>	<b>33.254</b>
Passivo Circulante no Início do Período	87.186	88.758	86.525	113.013	73.522	56.067	22.812
Passivo Circulante no Final do Período	80.672	87.186	88.758	86.525	113.013	73.522	56.067

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>159.373</b>	<b>161.866</b>	<b>146.207</b>	<b>134.934</b>	<b>129.646</b>	<b>117.381</b>	<b>130.630</b>
Vendas Brutas	159.373	161.866	146.207	134.934	129.646	117.381	130.630
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-34.836</b>	<b>-35.684</b>	<b>-30.304</b>	<b>-25.085</b>	<b>-19.974</b>	<b>-16.933</b>	<b>-19.651</b>
(-) Deduções de Vendas	-34.836	-35.684	-30.304	-25.085	-19.974	-16.933	-19.651
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>124.537</b>	<b>126.182</b>	<b>115.903</b>	<b>109.849</b>	<b>109.672</b>	<b>100.448</b>	<b>110.979</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-84.856</b>	<b>-83.287</b>	<b>-78.037</b>	<b>-78.293</b>	<b>-73.013</b>	<b>-68.943</b>	<b>-70.430</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-84.856	-83.287	-78.037	-78.293	-73.013	-68.943	-70.430
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>39.681</b>	<b>42.895</b>	<b>37.866</b>	<b>31.556</b>	<b>36.659</b>	<b>31.505</b>	<b>40.549</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-43.080</b>	<b>-41.588</b>	<b>-50.332</b>	<b>-39.591</b>	<b>-41.496</b>	<b>-34.818</b>	<b>-34.681</b>
(-) Despesas com Vendas	-30.894	-29.976	-31.334	-27.429	-28.885	-30.150	-33.762
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-12.186	-11.612	-18.998	-12.162	-12.611	-4.668	-919
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-3.369</b>	<b>1.307</b>	<b>-12.466</b>	<b>-8.035</b>	<b>-4.837</b>	<b>-3.313</b>	<b>5.868</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-196</b>	<b>-5.254</b>	<b>-13.105</b>	<b>3.979</b>	<b>-37.275</b>	<b>-14.703</b>	<b>-19.581</b>
(+) Receitas Financeiras	0	8.051	1.668	13.597	2.682	2.948	3.419
(-) Despesas Financeiras	-196	-13.305	-14.773	-9.618	-39.957	-17.651	-23.000
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>						
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	826	-2.504	-1.156	-528	-4.917	899	-37
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>-2.739</b>	<b>-6.451</b>	<b>-26.727</b>	<b>-4.584</b>	<b>-47.029</b>	<b>-17.117</b>	<b>-13.750</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>274</b>	<b>782</b>	<b>-814</b>	<b>246</b>	<b>-8.340</b>	<b>114</b>	<b>-858</b>
(+) Receitas não Operacionais	274	782	812	280	66	114	40
(-) Despesas não Operacionais	0	0	-1.626	-34	-8.406	0	-898
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>-2.465</b>	<b>-5.669</b>	<b>-27.541</b>	<b>-4.338</b>	<b>-55.369</b>	<b>-17.003</b>	<b>-14.608</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos difendidos	0	0	0	0	-11.836	836	345
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>-2.465</b>	<b>-5.669</b>	<b>-27.541</b>	<b>-4.338</b>	<b>-67.205</b>	<b>-16.167</b>	<b>-14.263</b>
Lucro/Prejuízo por ação	-0,01	-0,03	-0,15	-0,02	-0,36	-0,09	-0,08
<b>EBITDA</b>	<b>-663</b>	<b>4.279</b>	<b>-9.320</b>	<b>-5.306</b>	<b>5.582</b>	<b>-1.139</b>	<b>7.876</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>-142.660</b>	<b>-137.036</b>	<b>-109.948</b>	<b>-105.666</b>	<b>-38.549</b>	<b>-22.482</b>	<b>-25.837</b>
Lucro/prejuízo do exercício	-2.465	-5.669	-27.541	-4.338	-67.205	-16.167	-14.263
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0
Impostos difendidos s/reservas	16	13	150	19	29	33	23
Distribuição de lucros proposta	0	0	0	0	0	0	0
Retenções/Resolução de lucros/Reversão	-4	32	303	37	59	67	17.595
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>-145.113</b>	<b>-142.660</b>	<b>-137.036</b>	<b>-109.948</b>	<b>-105.666</b>	<b>-38.549</b>	<b>-22.482</b>

## Apêndice J – Demonstrações Contábeis da Daiby S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 09: DAIBY S/A - SAPRANGA - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)								
ATIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>36.092</b>	<b>35.425</b>	<b>36.971</b>	<b>32.323</b>	<b>31.188</b>	<b>20.732</b>	<b>19.164</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>5.140</b>	<b>6.264</b>	<b>4.230</b>	<b>5.227</b>	<b>6.855</b>	<b>2.359</b>	<b>3.791</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	5.140	6.264	4.230	5.227	6.855	2.359	3.791	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>30.952</b>	<b>29.161</b>	<b>32.741</b>	<b>27.096</b>	<b>24.333</b>	<b>18.373</b>	<b>15.373</b>	
Clientes	16.712	15.920	16.556	12.566	13.709	7.108	7.331	
Impostos a Recuperar	5.178	3.538	7.154	4.897	1.434	3.251	3.058	
Estoques	8.863	8.989	8.781	9.499	9.044	7.934	4.885	
Outros créditos	70	587	122	22	13	5	31	
Despesas Pagas Antecipadamente	129	127	128	112	133	75	68	
<b>REALIZAVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>7.270</b>	<b>6.983</b>	<b>1.754</b>	<b>2.906</b>	<b>2.322</b>	<b>334</b>	<b>196</b>	
Aplicações Financeiras	3.559	2.218	0	0	0	0	0	
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos a Recuperar	495	698	675	2.053	1.777	61	34	
Outros créditos	3.216	4.067	1.079	853	545	273	162	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>17.769</b>	<b>12.571</b>	<b>14.656</b>	<b>11.898</b>	<b>9.272</b>	<b>4.998</b>	<b>4.222</b>	
Investimentos	13.293	7.692	9.691	7.275	4.992	1.368	807	
Imobilizado	4.476	4.879	4.965	4.623	4.280	3.630	3.415	
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>61.131</b>	<b>54.979</b>	<b>53.381</b>	<b>47.127</b>	<b>42.782</b>	<b>26.064</b>	<b>23.582</b>	

PASSIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>3.972</b>	<b>4.365</b>	<b>5.966</b>	<b>5.238</b>	<b>6.245</b>	<b>6.042</b>	<b>9.495</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>137</b>	<b>2.726</b>	<b>1.803</b>	<b>6.128</b>	
Empréstimos e Financiamentos	3	0	77	137	2.726	1.803	6.128	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>3.969</b>	<b>4.365</b>	<b>5.889</b>	<b>5.101</b>	<b>3.519</b>	<b>4.239</b>	<b>3.367</b>	
Fornecedores	1.332	1.284	2.312	1.596	991	1.277	1.638	
Obrigações fiscais	167	516	516	460	540	181	333	
Obrigações sociais e trabalhistas	988	970	961	820	1	561	599	
Lucros distribuídos a pagar	1.022	763	1.101	1.037	1.241	1.071	620	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	460	832	999	1.138	746	1.149	157	
<b>EXIGIVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>0</b>	<b>7.931</b>	<b>7.215</b>	<b>5.440</b>	<b>3.269</b>	<b>2.104</b>	<b>987</b>	
Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	129	291	445	
Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0	
Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras Obrigações	0	7.931	7.215	5.440	3.140	1.813	542	
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>57.159</b>	<b>42.683</b>	<b>40.200</b>	<b>36.449</b>	<b>33.268</b>	<b>17.918</b>	<b>13.100</b>	
Capital Social	34.000	18.000	18.000	18.000	9.000	9.000	9.000	
Reservas	16.887	22.241	18.575	15.443	17.440	4.476	1.542	
Lucros/Prejuízos Acumulados	6.272	2.442	3.625	3.006	6.828	4.442	2.558	
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>61.131</b>	<b>54.979</b>	<b>53.381</b>	<b>47.127</b>	<b>42.782</b>	<b>26.064</b>	<b>23.582</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>10.684</b>	<b>6.622</b>	<b>5.665</b>	<b>4.270</b>	<b>14.410</b>	<b>10.535</b>	<b>3.952</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>2.753</b>	<b>5.906</b>	<b>2.738</b>	<b>2.100</b>	<b>5.122</b>	<b>5.350</b>	<b>3.430</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	2	
Lucro/Prejuízo do Exercício	7.335	2.856	4.239	3.516	7.986	5.195	2.992	
Depreciação e Amortização	910	911	821	786	693	662	623	
Resultado da Equivalência Patrimonial	-5.601	-2.701	-2.416	-2.283	-3.624	-361	-276	
Outras origens	109	4.840	94	81	67	54	89	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>7.931</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8.123</b>	<b>4.067</b>	<b>0</b>	
Aumento de Capital	0	0	0	0	7.932	4.067	0	
Outras origens	7.931	0	0	0	191	0	0	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>0</b>	<b>716</b>	<b>2.927</b>	<b>2.170</b>	<b>1.165</b>	<b>1.118</b>	<b>522</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	0	716	1.775	2.170	1.165	1.118	0	
Redução do Realizável a Longo Prazo	0	0	1.152	0	0	0	522	
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>9.625</b>	<b>6.567</b>	<b>1.746</b>	<b>2.127</b>	<b>4.157</b>	<b>5.513</b>	<b>1.667</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	287	5.229	0	583	1.988	137	0	
Redução do Exigível a Longo Prazo	7.931	0	0	0	0	0	382	
Imobilizado	616	965	1.257	1.210	1.410	932	1.001	
Investimentos/Difendo	0	0	0	0	0	0	0	
Lucros distribuídos	791	373	489	334	759	4.444	284	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>1.059</b>	<b>55</b>	<b>3.919</b>	<b>2.143</b>	<b>10.253</b>	<b>5.022</b>	<b>2.285</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>1.060</b>	<b>55</b>	<b>3.920</b>	<b>2.142</b>	<b>10.253</b>	<b>5.021</b>	<b>2.286</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>667</b>	<b>-1.546</b>	<b>4.648</b>	<b>1.135</b>	<b>10.456</b>	<b>1.568</b>	<b>6.216</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	35.425	36.971	32.323	31.188	20.732	19.164	12.948	
Ativo Circulante no Final do Período	36.092	35.425	36.971	32.323	31.188	20.732	19.164	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>-393</b>	<b>-1.601</b>	<b>728</b>	<b>-1.007</b>	<b>203</b>	<b>-3.453</b>	<b>3.930</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	4.365	5.966	5.238	6.245	6.042	9.495	5.565	
Passivo Circulante no Final do Período	3.972	4.365	5.966	5.238	6.245	6.042	9.495	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>68.366</b>	<b>69.869</b>	<b>77.335</b>	<b>65.640</b>	<b>70.749</b>	<b>57.110</b>	<b>43.880</b>	
Vendas Brutas	68.366	69.869	77.335	65.640	70.749	57.110	43.880	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-1.320</b>	<b>-1.441</b>	<b>-1.195</b>	<b>-667</b>	<b>-580</b>	<b>-284</b>	<b>-498</b>	
(-) Deduções de Vendas	-1.320	-1.441	-1.195	-667	-580	-284	-498	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>67.046</b>	<b>68.428</b>	<b>76.140</b>	<b>64.973</b>	<b>70.169</b>	<b>56.826</b>	<b>43.382</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-61.298</b>	<b>-60.609</b>	<b>-61.468</b>	<b>-53.339</b>	<b>-46.071</b>	<b>-40.096</b>	<b>-35.837</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-61.298	-60.609	-61.468	-53.339	-46.071	-40.096	-35.837	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>5.748</b>	<b>7.819</b>	<b>14.672</b>	<b>11.634</b>	<b>24.098</b>	<b>16.730</b>	<b>7.545</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-8.781</b>	<b>-6.479</b>	<b>-8.396</b>	<b>-6.931</b>	<b>-8.487</b>	<b>-5.829</b>	<b>-4.623</b>	
(-) Despesas com Vendas	-3.566	-4.327	-3.869	-4.557	-4.504	-3.827	-3.075	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-2.185	-2.152	-2.527	-2.374	-3.983	-2.002	-1.548	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>-3</b>	<b>1.340</b>	<b>6.276</b>	<b>4.703</b>	<b>15.611</b>	<b>10.901</b>	<b>2.922</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>2.900</b>	<b>-669</b>	<b>-2.970</b>	<b>-2.096</b>	<b>-7.864</b>	<b>-4.188</b>	<b>988</b>	
(+) Receitas Financeiras	2.900	0	0	0	0	0	988	
(-) Despesas Financeiras	0	-669	-2.970	-2.096	-7.864	-4.188	0	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>							
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	5.601	2.701	2.416	2.283	3.624	561	276	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>8.498</b>	<b>3.372</b>	<b>5.722</b>	<b>4.890</b>	<b>11.371</b>	<b>7.274</b>	<b>4.186</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>81</b>	<b>55</b>	<b>145</b>	<b>69</b>	<b>146</b>	<b>107</b>	<b>86</b>	
(+) Receitas não Operacionais	82	95	158	70	149	110	109	
(-) Despesas não Operacionais	-1	-40	-13	-1	-3	-3	-23	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>8.579</b>	<b>3.427</b>	<b>5.867</b>	<b>4.959</b>	<b>11.517</b>	<b>7.381</b>	<b>4.272</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-919	-79	-930	-690	-2.781	-1.609	-944	
(-) Participações Estatutárias	-325	-492	-698	-753	-750	-577	-336	
(+) Reversão dos Juros s/ Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>7.335</b>	<b>2.856</b>	<b>4.239</b>	<b>3.516</b>	<b>7.986</b>	<b>5.195</b>	<b>2.992</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	215,74	28,56	42,39	35,16	79,86	51,95	29,92	
<b>EBITDA</b>	<b>907</b>	<b>2.251</b>	<b>7.097</b>	<b>5.489</b>	<b>16.304</b>	<b>11.563</b>	<b>3.545</b>	

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>2.442</b>	<b>3.625</b>	<b>3.006</b>	<b>6.828</b>	<b>4.442</b>	<b>2.558</b>	<b>0</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	7.335	2.856	4.239	3.516	7.986	5.195	2.992	
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	-790	-373	-489	-334	-568	-564	-284	
Retenções/Realização de lucros/Reversão	-2.715	-3.666	-3.131	-7.004	-5.032	-2.747	-150	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>6.272</b>	<b>2.442</b>	<b>3.625</b>	<b>3.006</b>	<b>6.828</b>	<b>4.442</b>	<b>2.558</b>	

## Apêndice K – Demonstrações Contábeis da Dakota S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 10: DAKOTA S/A - NOVA PETRÓPOLIS - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)																
ATIVO								PASSIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>49.125</b>	<b>45.462</b>	<b>54.985</b>	<b>42.407</b>	<b>42.357</b>	<b>51.979</b>	<b>44.930</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>11.944</b>	<b>11.132</b>	<b>8.439</b>	<b>6.285</b>	<b>6.752</b>	<b>10.489</b>	<b>10.407</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>1.585</b>	<b>2.208</b>	<b>1.637</b>	<b>1.000</b>	<b>1.386</b>	<b>6.581</b>	<b>1.504</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>0</b>	<b>1.873</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.901</b>	<b>658</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	1.585	2.208	1.637	1.000	1.386	6.581	1.504	Empréstimos e Financiamentos	0	1.873	0	0	0	1.901	658	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>47.540</b>	<b>43.254</b>	<b>53.349</b>	<b>41.407</b>	<b>40.971</b>	<b>45.398</b>	<b>43.426</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>11.944</b>	<b>9.260</b>	<b>8.439</b>	<b>6.285</b>	<b>6.752</b>	<b>8.589</b>	<b>9.749</b>	
Clientes	34.619	34.533	40.516	27.942	26.904	29.030	27.283	Fornecedores	5.485	3.700	4.616	3.412	4.037	6.279	5.610	
Impostos a Recuperar	657	166	434	691	2.715	3.179	2.307	Obrigações fiscais	294	674	844	694	660	735	1.153	
Estoques	11.196	7.887	11.924	12.479	10.846	12.098	13.229	Obrigações sociais e trabalhistas	1.238	1.302	1.113	806	673	334	428	
Outros créditos	771	318	184	84	260	878	428	Lucros distribuídos a pagar	2.205	2.470	164	170	0	0	0	
Despesas Pagas Antecipadamente	296	349	291	212	246	214	180	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>324</b>	<b>645</b>	<b>705</b>	<b>563</b>	<b>255</b>	<b>699</b>	<b>12.329</b>	Outras Obrigações	2.721	1.114	1.702	1.203	1.382	1.241	2.558	
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>2.262</b>	<b>3.965</b>	<b>12.440</b>	<b>850</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Créditos de pessoas ligadas	229	480	413	280	126	570	12.225	Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos a Recuperar	64	144	271	245	62	57	42	Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0	
Outros créditos	31	21	21	39	67	72	61	Dívidas com pessoas ligadas	2.262	3.965	12.440	850	0	0	0	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>32.716</b>	<b>29.200</b>	<b>17.468</b>	<b>16.335</b>	<b>14.528</b>	<b>15.593</b>	<b>12.541</b>	Outras Obrigações	0	0	0	0	0	0	0	
Investimentos	23.486	19.161	5.789	5.789	5.789	5.789	1.888	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>67.958</b>	<b>60.209</b>	<b>52.279</b>	<b>52.171</b>	<b>50.388</b>	<b>57.781</b>	<b>59.394</b>	
Imobilizado	9.229	10.039	11.679	10.546	8.740	9.804	10.653	Capital Social	51.613	51.613	51.613	51.613	51.613	57.300	55.564	
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	Reservas	16.345	8.597	666	538	12	12	12	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>82.164</b>	<b>75.307</b>	<b>73.158</b>	<b>59.305</b>	<b>57.140</b>	<b>68.270</b>	<b>69.800</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	0	-1.236	469	3.818	
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>82.164</b>	<b>75.307</b>	<b>73.158</b>	<b>59.305</b>	<b>57.140</b>	<b>68.270</b>	<b>69.800</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>8.760</b>	<b>10.234</b>	<b>14.042</b>	<b>4.244</b>	<b>851</b>	<b>12.283</b>	<b>8.350</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>6.569</b>	<b>10.174</b>	<b>2.452</b>	<b>3.394</b>	<b>407</b>	<b>654</b>	<b>8.181</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	9.284	10.400	689	1.952	-1.705	-1.613	2.118
Depreciação e Amortização	1.286	1.389	1.489	1.373	1.457	1.624	1.745
Resultado da Equivalência Patrimonial	-4.325	-3.702	0	0	0	0	0
Outras origens	325	2.087	274	69	656	642	4.318
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>1.870</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	1.870	0	0	0	0	0	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>321</b>	<b>60</b>	<b>11.590</b>	<b>850</b>	<b>444</b>	<b>11.630</b>	<b>168</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	0	0	11.590	850	0	0	0
Redução do Realizável a Longo Prazo	321	60	0	0	444	11.630	0
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	0	0	0	0	0	0	168
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>5.908</b>	<b>22.451</b>	<b>3.618</b>	<b>3.726</b>	<b>6.735</b>	<b>5.318</b>	<b>21.382</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	0	0	142	308	0	0	2.034
Redução do Exigível a Longo Prazo	1.702	8.475	0	0	0	0	0
Imobilizado	801	817	2.896	3.248	1.048	1.417	1.606
Investimentos/Difendo	1.200	10.689	0	0	5.687	3.901	3.067
Lucros distribuídos	2.205	2.470	580	170	0	0	14.675
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>2.852</b>	<b>-12.217</b>	<b>10.424</b>	<b>518</b>	<b>-5.885</b>	<b>6.966</b>	<b>-13.033</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>2.852</b>	<b>-12.217</b>	<b>10.424</b>	<b>518</b>	<b>-5.885</b>	<b>6.966</b>	<b>34.524</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>3.663</b>	<b>-9.523</b>	<b>12.578</b>	<b>50</b>	<b>-9.622</b>	<b>7.049</b>	<b>44.930</b>
Ativo Circulante no Início do Período	45.462	54.985	42.407	42.357	51.979	44.930	0
Ativo Circulante no Final do Período	49.125	45.462	54.985	42.407	42.357	51.979	44.930
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>811</b>	<b>2.693</b>	<b>2.154</b>	<b>-468</b>	<b>-3.737</b>	<b>83</b>	<b>10.407</b>
Passivo Circulante no Início do Período	11.132	8.439	6.285	6.752	10.489	10.407	0
Passivo Circulante no Final do Período	11.944	11.132	8.439	6.285	6.752	10.489	10.407

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>99.333</b>	<b>97.984</b>	<b>104.769</b>	<b>90.909</b>	<b>76.690</b>	<b>91.524</b>	<b>95.035</b>
Vendas Brutas	99.333	97.984	104.769	90.909	76.690	91.524	95.035
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-19.966</b>	<b>-19.472</b>	<b>-19.539</b>	<b>-13.944</b>	<b>-11.451</b>	<b>-13.685</b>	<b>-14.318</b>
(-) Deduções de Vendas	-19.966	-19.472	-19.539	-13.944	-11.451	-13.685	-14.318
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>79.367</b>	<b>78.512</b>	<b>85.229</b>	<b>76.965</b>	<b>65.239</b>	<b>77.840</b>	<b>80.718</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-59.182</b>	<b>-67.589</b>	<b>-68.340</b>	<b>-60.319</b>	<b>-53.172</b>	<b>-62.697</b>	<b>-61.220</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-59.182	-67.589	-68.340	-60.319	-53.172	-62.697	-61.220
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>20.185</b>	<b>10.923</b>	<b>16.889</b>	<b>16.647</b>	<b>12.067</b>	<b>15.142</b>	<b>19.498</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-13.794</b>	<b>-2.872</b>	<b>-15.724</b>	<b>-14.271</b>	<b>-16.046</b>	<b>-17.729</b>	<b>-18.249</b>
(-) Despesas com Vendas	-11.906	-9.944	-11.284	-9.876	-11.641	-13.108	-13.979
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-1.888	7072	-4.440	-4.395	-4.405	-4.621	-4.270
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>6.391</b>	<b>8.051</b>	<b>1.165</b>	<b>2.376</b>	<b>-3.978</b>	<b>-2.587</b>	<b>1.248</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-102</b>	<b>-691</b>	<b>-366</b>	<b>75</b>	<b>2.246</b>	<b>912</b>	<b>2.657</b>
(+) Receitas Financeiras	767	961	857	1.261	3.556	2.029	3.240
(-) Despesas Financeiras	-869	-1.652	-1.223	-1.186	-1.310	-1.116	-583
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>						
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	4.325	3.702	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>10.614</b>	<b>11.062</b>	<b>799</b>	<b>2.451</b>	<b>-1.732</b>	<b>-1.674</b>	<b>3.905</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>98</b>	<b>-662</b>	<b>163</b>	<b>108</b>	<b>27</b>	<b>61</b>	<b>-563</b>
(+) Receitas não Operacionais	353	1.296	437	694	694	711	85
(-) Despesas não Operacionais	-255	-1.958	-274	-69	-667	-650	-647
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>10.713</b>	<b>10.400</b>	<b>962</b>	<b>2.559</b>	<b>-1.705</b>	<b>-1.613</b>	<b>3.343</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-1.429	0	-273	-606	0	0	-1.225
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>9.284</b>	<b>10.400</b>	<b>689</b>	<b>1.952</b>	<b>-1.705</b>	<b>-1.613</b>	<b>2.118</b>
Lucro/Prejuízo por ação	0,18	0,20	0,01	0,04	-0,03	-0,03	0,04
<b>EBITDA</b>	<b>7.677</b>	<b>9.440</b>	<b>2.654</b>	<b>3.749</b>	<b>-2.522</b>	<b>-962</b>	<b>2.994</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1.236</b>	<b>469</b>	<b>3.818</b>	<b>11.291</b>
Lucro/prejuízo do exercício	9.284	10.400	689	1.952	-1.705	-1.613	2.118
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0
Distribuição de lucros proposta	-2.205	-2.470	-164	-170	0	0	-6.674
Retenções/Reservação de lucros/Reversão	-7.079	-7.930	-525	-546	0	-1.736	-2.917
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1.236</b>	<b>469</b>	<b>3.818</b>



## Apêndice M – Demonstrações Contábeis da Grendene S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 12: GRENDENE S/A - FARROUPILHA - RS

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)																
ATIVO								PASSIVO								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>1.206.355</b>	<b>927.882</b>	<b>833.901</b>	<b>688.107</b>	<b>6.779</b>	<b>6.416</b>	<b>3.828</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>267.108</b>	<b>153.520</b>	<b>183.192</b>	<b>103.236</b>	<b>67.335</b>	<b>2.135</b>	<b>309</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>630.761</b>	<b>484.106</b>	<b>304.685</b>	<b>201.180</b>	<b>196</b>	<b>1.767</b>	<b>99</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>108.907</b>	<b>25.280</b>	<b>19.732</b>	<b>14.768</b>	<b>66.706</b>	<b>2.001</b>	<b>293</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	630.761	484.106	304.685	201.180	196	1.767	99	Empréstimos e Financiamentos	108.907	25.280	19.732	14.768	66.706	2.001	293	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>575.594</b>	<b>443.776</b>	<b>529.216</b>	<b>486.927</b>	<b>6.583</b>	<b>4.649</b>	<b>3.729</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>158.201</b>	<b>128.240</b>	<b>163.460</b>	<b>88.468</b>	<b>629</b>	<b>134</b>	<b>16</b>	
Clientes	417.248	321.883	367.550	312.560	2.748	0	13	Fornecedores	29.084	15.981	24.039	25.525	363	103	8	
Impostos a Recuperar	36.272	15.019	15.015	12.971	3.259	1.460	1.338	Obrigações fiscais	7.529	8.417	9.801	4.773	6	31	3	
Estoques	111.938	96.297	126.938	146.234	0	0	0	Obrigações sociais e trabalhistas	36.743	33.017	34.193	28.325	0	0	0	
Outros créditos	9.462	9.193	15.229	14.145	166	2.979	2.283	Lucros distribuídos a pagar	48.261	43.181	64.151	0	0	0	0	
Despesas Pagas Antecipadamente	674	1.382	4.484	1.017	410	210	95	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>5.488</b>	<b>5.968</b>	<b>1.814</b>	<b>2.638</b>	<b>6.871</b>	<b>6.684</b>	<b>6.903</b>	Outras Obrigações	36.584	27.644	31.256	29.845	260	0	5	
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>169.845</b>	<b>150.850</b>	<b>128.911</b>	<b>117.447</b>	<b>0</b>	<b>41.767</b>	<b>0</b>	
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	1.972	0	0	0	Empréstimos e Financiamentos	169.845	150.850	128.911	117.447	0	41.767	0	
Impostos a Recuperar	374	608	987	0	0	0	0	Obrigações fiscais	0	0	0	0	0	0	0	
Outros créditos	5.114	5.360	827	666	6.871	6.684	6.903	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>204.994</b>	<b>223.087</b>	<b>216.077</b>	<b>222.664</b>	<b>490.798</b>	<b>370.080</b>	<b>315.790</b>	Outras Obrigações	0	0	0	0	0	0	0	
Investimentos	39.991	42.067	46.680	50.523	468.930	348.452	295.786	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>979.884</b>	<b>852.567</b>	<b>739.689</b>	<b>692.726</b>	<b>437.113</b>	<b>339.278</b>	<b>326.212</b>	
Imobilizado	164.265	181.020	169.397	172.141	21.868	21.628	20.004	Capital Social	843.447	733.783	620.580	137.477	131.600	131.600	131.600	
Difendo	738	0	0	0	0	0	0	Reservas	136.437	118.784	119.109	94.017	29.299	23.797	19.241	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>1.416.837</b>	<b>1.156.937</b>	<b>1.051.792</b>	<b>913.409</b>	<b>504.448</b>	<b>383.180</b>	<b>326.521</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	461.232	276.214	183.881	175.371	
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>1.416.837</b>	<b>1.156.937</b>	<b>1.051.792</b>	<b>913.409</b>	<b>504.448</b>	<b>383.180</b>	<b>326.521</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>305.341</b>	<b>251.929</b>	<b>226.647</b>	<b>914.033</b>	<b>-3.515</b>	<b>86.090</b>	<b>10.460</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>164.729</b>	<b>120.326</b>	<b>101.156</b>	<b>701.025</b>	<b>-37.050</b>	<b>-1.934</b>	<b>-2.158</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	4	19	22	23	18
Lucro/Prejuízo do Exercício	134.441	84.395	70.057	203.131	116.314	94.534	65.860
Depreciação e Amortização	27.108	26.842	26.894	99.683	489	397	309
Resultado da Equivalência Patrimonial	2.055	6.864	3.748	-102.574	-154.013	-99.120	-71.948
Outras origens	1.125	2.225	453	500.766	138	2.232	3.603
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.877</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	0	0	0	5.877	0	0	0
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>140.612</b>	<b>131.603</b>	<b>125.491</b>	<b>207.131</b>	<b>33.538</b>	<b>88.024</b>	<b>12.618</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	18.995	0	11.464	117.447	0	41.767	0
Redução do Realizável a Longo Prazo	480	21.939	824	4.233	0	219	0
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	21.744	33.535	46.038	12.618
Outras origens	121.137	109.664	113.203	63.707	0	0	0
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>140.456</b>	<b>128.276</b>	<b>160.809</b>	<b>268.606</b>	<b>61.322</b>	<b>85.328</b>	<b>19.717</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	0	4.154	0	0	187	0	6.232
Redução do Exigível a Longo Prazo	0	0	0	0	41.767	0	280
Imobilizado	9.673	38.860	27.327	113.396	867	3.837	288
Investimentos/Difendo	2.522	4.081	0	138.089	0	0	0
Lucros distribuídos	128.261	81.181	133.482	17.121	18.501	81.491	12.917
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>164.885</b>	<b>123.653</b>	<b>65.838</b>	<b>645.427</b>	<b>-64.837</b>	<b>762</b>	<b>-9.257</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>164.885</b>	<b>123.653</b>	<b>65.838</b>	<b>645.427</b>	<b>-64.837</b>	<b>762</b>	<b>-9.257</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>278.473</b>	<b>93.981</b>	<b>145.794</b>	<b>681.328</b>	<b>363</b>	<b>2.588</b>	<b>-10.304</b>
Ativo Circulante no Início do Período	927.882	833.901	688.107	6.779	6.416	3.828	14.132
Ativo Circulante no Final do Período	1.206.355	927.882	833.901	688.107	6.779	6.416	3.828
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>113.588</b>	<b>-29.672</b>	<b>79.956</b>	<b>35.901</b>	<b>65.200</b>	<b>1.826</b>	<b>-1.047</b>
Passivo Circulante no Início do Período	153.520	183.192	103.236	67.335	2.135	309	1.356
Passivo Circulante no Final do Período	267.108	153.520	183.192	103.236	67.335	2.135	309

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>1.372.260</b>	<b>1.339.889</b>	<b>1.499.180</b>	<b>688.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>137</b>
Vendas Brutas	1.372.260	1.339.889	1.499.180	688.000	0	0	137
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-283.395</b>	<b>-283.496</b>	<b>-309.723</b>	<b>-114.070</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-77</b>
(-) Deduções de Vendas	-283.395	-283.496	-309.723	-114.070	0	0	-77
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>1.088.865</b>	<b>1.056.393</b>	<b>1.189.457</b>	<b>573.930</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>60</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-606.387</b>	<b>-619.570</b>	<b>-692.931</b>	<b>-294.986</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-60</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-606.387	-619.570	-692.931	-294.986	0	0	-60
<b>LCURO BRUTO</b>	<b>482.478</b>	<b>436.823</b>	<b>496.526</b>	<b>278.944</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-300.877</b>	<b>-303.717</b>	<b>-328.551</b>	<b>-140.907</b>	<b>-9.157</b>	<b>-6.072</b>	<b>-7.133</b>
(-) Despesas com Vendas	-271.634	-253.899	-270.996	-120.052	-168	-74	-74
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-29.243	-47.818	-57.555	-20.855	-8.989	-5.998	-7.059
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>181.601</b>	<b>133.106</b>	<b>167.975</b>	<b>138.037</b>	<b>-9.157</b>	<b>-6.072</b>	<b>-7.133</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>25.078</b>	<b>-2.308</b>	<b>-59.950</b>	<b>-7.097</b>	<b>-28.544</b>	<b>1.280</b>	<b>802</b>
(+) Receitas Financeiras	143.914	103.238	57.837	41.199	17.084	9.499	1.461
(-) Despesas Financeiras	-118.836	-105.546	-117.787	-48.296	-45.628	-8.219	-659
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	-2.055	-6.864	-3.748	-102.574	154.013	99.120	71.948
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>204.624</b>	<b>123.934</b>	<b>104.277</b>	<b>233.514</b>	<b>116.312</b>	<b>94.328</b>	<b>65.617</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>83</b>	<b>157</b>	<b>48</b>	<b>-455</b>	<b>2</b>	<b>206</b>	<b>326</b>
(+) Receitas não Operacionais	252	796	48	0	2	206	326
(-) Despesas não Operacionais	-169	-639	0	-455	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>204.707</b>	<b>124.091</b>	<b>104.325</b>	<b>233.059</b>	<b>116.314</b>	<b>94.534</b>	<b>65.943</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-70.266	-46.560	-34.268	-29.928	0	0	-83
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
<b>LCUROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>134.441</b>	<b>77.531</b>	<b>70.057</b>	<b>203.131</b>	<b>116.314</b>	<b>94.534</b>	<b>65.860</b>
Lucro/Prejuízo por ação	1,34	0,84	0,70	5,84	3,38	2,75	1,91
<b>EBITDA</b>	<b>208.709</b>	<b>159.948</b>	<b>194.869</b>	<b>237.720</b>	<b>8.668</b>	<b>-5.675</b>	<b>-6.824</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>461.232</b>	<b>276.214</b>	<b>183.881</b>	<b>175.371</b>	<b>126.279</b>
Lucro/prejuízo do exercício	134.441	84.395	70.057	203.131	116.314	94.534	65.860
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0
Distribuição de lucros proposta	-128.261	-81.181	-133.482	-1.175	-18.501	-81.491	-12.917
Retenções/Resolução de lucros/Reversão	-6.180	-3.214	-397.807	-16.938	-5.480	-4.533	-3.851
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>461.232</b>	<b>276.214</b>	<b>183.881</b>	<b>175.371</b>



## Apêndice O – Demonstrações Contábeis da Vulcabrás S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 14: VULCABRÁS S/A - JUNDIAÍ - SP

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)																	
ANO	ATIVO								ANO	PASSIVO							
	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	2006		2005	2004	2003	2002	2001	2000		
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>26.639</b>	<b>7.270</b>	<b>822</b>	<b>1.071</b>	<b>84</b>	<b>165</b>	<b>291</b>		<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>13.167</b>	<b>7.732</b>	<b>4.870</b>	<b>1.569</b>	<b>3.327</b>	<b>3.009</b>	<b>1.597</b>	
<b>FINANCEIRO</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>41</b>	<b>66</b>		<b>FINANCEIRO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36</b>	
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	1	1	12	5	4	41	66		Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	36	
<b>OPERACIONAL</b>	<b>26.638</b>	<b>7.269</b>	<b>810</b>	<b>1.066</b>	<b>80</b>	<b>124</b>	<b>225</b>		<b>OPERACIONAL</b>	<b>13.167</b>	<b>7.732</b>	<b>4.870</b>	<b>1.569</b>	<b>3.327</b>	<b>3.009</b>	<b>1.561</b>	
Cientes	59	882	808	1.063	73	74	119		Fornecedores	80	417	186	147	92	54	32	
Impostos a Recuperar	14	0	0	0	0	0	0		Obrigações fiscais	31	13	315	287	272	124	119	
Estoques	6	2	2	3	7	41	82		Obrigações sociais e trabalhistas	0	1	0	1	0	0	0	
Outros créditos	26.559	6.385	0	0	0	9	24		Lucros distribuídos a pagar	6.375	0	0	0	0	0	0	
Despesas Pagas Antecipadamente	0	0	0	0	0	0	0		Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	0	0	0	0	
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>2.598</b>	<b>3.806</b>	<b>9.968</b>	<b>10.097</b>	<b>10.847</b>	<b>13.346</b>	<b>12.326</b>		Outras Obrigações	6.681	7.301	4.369	1.134	2.963	2.831	1.410	
Aplicações Financeiras	6	12	0	0	0	0	0		<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>11.051</b>	<b>17.379</b>	<b>16.909</b>	<b>11.479</b>	<b>35.931</b>	<b>19.337</b>	<b>39.109</b>	
Créditos de pessoas ligadas	0	0	0	658	0	0	225		Empréstimos e Financiamentos	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos a Recuperar	2.113	0	0	0	0	0	0		Obrigações fiscais	5.560	6.426	6.390	7.029	0	0	0	
Outros créditos	479	3.794	9.968	9.439	10.847	13.346	12.101		Dívidas com pessoas ligadas	5.371	5.421	0	0	730	578	3.139	
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>186.905</b>	<b>134.289</b>	<b>65.115</b>	<b>8.333</b>	<b>2.046</b>	<b>2.622</b>	<b>4.641</b>		Outras Obrigações	120	5.532	10.019	4.430	35.201	18.759	35.970	
Investimentos	181.857	128.960	63.888	6.739	0	0	1.230		<b>PATRIM. LÍQUIDO/PASSIVO A DESCOB.</b>	<b>191.924</b>	<b>120.254</b>	<b>54.126</b>	<b>6.453</b>	<b>-26.281</b>	<b>-6.213</b>	<b>-23.448</b>	
Imobilizado	5.048	5.329	1.227	1.594	2.046	2.622	3.411		Capital Social	146.999	146.999	139.469	126.464	126.464	126.464	123.324	
Diferido	0	0	0	0	0	0	0		Reservas	25.800	25.833	15.457	16.275	0	0	0	
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>216.142</b>	<b>145.365</b>	<b>75.905</b>	<b>19.501</b>	<b>12.977</b>	<b>16.133</b>	<b>17.258</b>		Lucros/Prejuízos Acumulados	19.125	-52.578	-100.800	-136.286	-152.745	-132.677	-146.773	
									<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>216.142</b>	<b>145.365</b>	<b>75.905</b>	<b>19.501</b>	<b>12.977</b>	<b>16.133</b>	<b>17.258</b>	

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>42.171</b>	<b>19.558</b>	<b>78.924</b>	<b>10.162</b>	<b>3.196</b>	<b>11.392</b>	<b>77.741</b>	
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>-1.423</b>	<b>-4.059</b>	<b>-9.913</b>	<b>1.841</b>	<b>-1.552</b>	<b>3.660</b>	<b>-8.900</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Lucro/Prejuízo do Exercício	77.651	47.404	34.668	16.459	-20.068	14.096	-19.490	
Depreciação e Amortização	397	296	367	452	577	789	1.022	
Resultado da Equivalência Patrimonial	-77.964	-52.858	-34.238	0	0	1.231	510	
Outras origens	-1.507	1.099	-10.710	-15.070	17.939	-12.456	9.858	
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>7.530</b>	<b>13.005</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3.140</b>	<b>45.126</b>	
Aumento de Capital	0	7.530	13.005	0	0	3.140	45.126	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>43.594</b>	<b>16.087</b>	<b>75.832</b>	<b>8.321</b>	<b>4.748</b>	<b>4.592</b>	<b>41.515</b>	
Aumento do Exigível a Longo Prazo	12.634	7.893	40.509	5.081	2.251	3.891	30.426	
Redução do Realizável a Longo Prazo	4.822	1.809	35.323	3.240	2.497	701	11.089	
Transações com pessoas ligadas	26.138	6.385	0	0	0	0	0	
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0	
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>28.237</b>	<b>15.972</b>	<b>82.474</b>	<b>7.417</b>	<b>3.595</b>	<b>12.930</b>	<b>73.374</b>	
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Aumento do Realizável a Longo Prazo	1.529	448	35.194	2.490	0	1.720	11.799	
Redução do Exigível a Longo Prazo	20.018	8.119	35.562	4.927	3.595	11.210	61.462	
Imobilizado	115	0	0	0	0	0	113	
Investimentos/Diferido	200	7.405	11.718	0	0	0	0	
Lucros distribuídos	6.375	0	0	0	0	0	0	
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>13.934</b>	<b>3.586</b>	<b>-3.550</b>	<b>2.745</b>	<b>-399</b>	<b>-1.538</b>	<b>4.367</b>	
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>13.934</b>	<b>3.586</b>	<b>-3.550</b>	<b>2.745</b>	<b>-399</b>	<b>-1.538</b>	<b>4.367</b>	
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>19.369</b>	<b>6.448</b>	<b>-249</b>	<b>987</b>	<b>-81</b>	<b>-126</b>	<b>-1.470</b>	
Ativo Circulante no Início do Período	7.270	822	1.071	84	165	291	1.761	
Ativo Circulante no Final do Período	26.639	7.270	822	1.071	84	165	291	
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>5.435</b>	<b>2.862</b>	<b>3.301</b>	<b>-1.758</b>	<b>318</b>	<b>1.412</b>	<b>-5.837</b>	
Passivo Circulante no Início do Período	7.732	4.870	1.569	3.327	3.009	1.597	7.434	
Passivo Circulante no Final do Período	13.167	7.732	4.870	1.569	3.327	3.009	1.597	

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS								
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>287</b>	<b>435</b>	<b>545</b>	<b>523</b>	<b>293</b>	<b>299</b>	<b>901</b>	
Vendas Brutas	287	435	545	523	293	299	901	
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-78</b>	<b>-113</b>	<b>-155</b>	<b>-120</b>	<b>-88</b>	<b>-115</b>	<b>-302</b>	
(-) Deduções de Vendas	-78	-113	-155	-120	-88	-115	-302	
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>209</b>	<b>322</b>	<b>390</b>	<b>403</b>	<b>205</b>	<b>184</b>	<b>599</b>	
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-252</b>	<b>-392</b>	<b>-479</b>	<b>-481</b>	<b>-246</b>	<b>-249</b>	<b>-813</b>	
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-252	-392	-479	-481	-246	-249	-813	
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>-43</b>	<b>-70</b>	<b>-89</b>	<b>-78</b>	<b>-41</b>	<b>-65</b>	<b>-214</b>	
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>598</b>	<b>-6.005</b>	<b>-12.537</b>	<b>13.629</b>	<b>-18.559</b>	<b>11.333</b>	<b>-8.713</b>	
(-) Despesas com Vendas	-349	-261	-297	-236	-206	-357	-841	
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	947	-5.744	-12.240	13.865	-18.353	11.690	-7.872	
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>555</b>	<b>-6.075</b>	<b>-12.626</b>	<b>13.551</b>	<b>-18.600</b>	<b>11.268</b>	<b>-8.927</b>	
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-897</b>	<b>-573</b>	<b>11.460</b>	<b>-775</b>	<b>966</b>	<b>146</b>	<b>-7.649</b>	
(+) Receitas Financeiras	209	228	12.162	102	0	173	341	
(-) Despesas Financeiras	-1.106	-801	-702	-877	-966	-27	-7.990	
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	77.964	52.858	34.238	0	0	-1.231	-510	
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>77.622</b>	<b>46.210</b>	<b>33.072</b>	<b>12.776</b>	<b>-19.566</b>	<b>10.183</b>	<b>-17.086</b>	
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>29</b>	<b>1.194</b>	<b>1.596</b>	<b>3.683</b>	<b>-502</b>	<b>3.913</b>	<b>-2.404</b>	
(+) Receitas não Operacionais	29	1.597	1.596	7.040	554	-208	10.570	
(-) Despesas não Operacionais	0	-403	0	-3.337	-1.056	4.121	-12.974	
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>77.651</b>	<b>47.404</b>	<b>34.668</b>	<b>16.459</b>	<b>-20.068</b>	<b>14.096</b>	<b>-19.490</b>	
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0	
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0	
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>77.651</b>	<b>47.404</b>	<b>34.668</b>	<b>16.459</b>	<b>-20.068</b>	<b>14.096</b>	<b>-19.490</b>	
Lucro/Prejuízo por ação	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>EBITDA</b>	<b>952</b>	<b>-5.779</b>	<b>-12.259</b>	<b>14.003</b>	<b>-18.023</b>	<b>12.057</b>	<b>-7.905</b>	
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>-52.578</b>	<b>-100.800</b>	<b>-136.286</b>	<b>-152.745</b>	<b>-132.677</b>	<b>-146.772</b>	<b>-127.283</b>	
Lucro/prejuízo do exercício	77.651	47.404	34.668	16.459	-20.068	14.096	-19.490	
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0	
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0	
Distribuição de lucros proposta	-6.375	0	0	0	0	0	0	
Retenções/Realização de lucros/Reversão	427	818	818	0	0	0	0	
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>19.125</b>	<b>-52.578</b>	<b>-100.800</b>	<b>-136.286</b>	<b>-152.745</b>	<b>-132.676</b>	<b>-146.773</b>	

## Apêndice P – Demonstrações Contábeis da Vulcabrás do Nordeste S/A do período de 2000 a 2006

EMPRESA 15: VULCABRÁS DO NORDESTE S/A - HORIZONTE - CE

BALANÇO PATRIMONIAL (Em R\$ mil)															
ATIVO								PASSIVO							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>242.681</b>	<b>132.063</b>	<b>141.720</b>	<b>89.528</b>	<b>72.406</b>	<b>56.845</b>	<b>49.656</b>	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>131.710</b>	<b>93.869</b>	<b>114.230</b>	<b>83.324</b>	<b>82.488</b>	<b>50.004</b>	<b>48.061</b>
<b>FINANCEIRO</b>	<b>58.836</b>	<b>7.860</b>	<b>3.218</b>	<b>1.284</b>	<b>1.713</b>	<b>2.897</b>	<b>487</b>	<b>FINANCEIRO</b>	<b>60.631</b>	<b>44.038</b>	<b>72.111</b>	<b>50.511</b>	<b>52.337</b>	<b>32.108</b>	<b>36.094</b>
Disponibilidades e Aplicações Financeiras	58.836	7.860	3.218	1.284	1.713	2.897	487	Empréstimos e Financiamentos	60.631	44.038	72.111	50.511	52.337	32.108	36.094
<b>OPERACIONAL</b>	<b>183.845</b>	<b>124.203</b>	<b>138.502</b>	<b>87.244</b>	<b>70.693</b>	<b>53.948</b>	<b>49.169</b>	<b>OPERACIONAL</b>	<b>71.079</b>	<b>49.831</b>	<b>42.119</b>	<b>32.813</b>	<b>30.151</b>	<b>17.896</b>	<b>11.967</b>
Clientes	140.148	86.668	77.443	56.594	47.093	37.938	32.321	Fornecedores	21.011	15.524	21.589	14.537	9.762	6.420	3.918
Impostos a Recuperar	5.920	3.787	0	0	0	0	0	Obrigações fiscais	6.965	9.428	10.750	9.490	6.618	4.596	2.490
Estoques	33.211	28.891	36.810	21.593	20.568	12.198	14.693	Obrigações sociais e trabalhistas	7.343	6.065	5.674	5.121	3.935	495	378
Outros créditos	1.766	2.753	23.704	8.405	2.802	3.733	2.103	Lucros distribuídos a pagar	26.138	6.385	0	0	0	0	0
Despesas Pagas Antecipadamente	2.800	2.104	545	652	230	59	52	Dívidas com pessoas ligadas	4.035	9.157	0	0	0	0	0
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>26.675</b>	<b>16.026</b>	<b>4.776</b>	<b>8.524</b>	<b>14.998</b>	<b>14.118</b>	<b>3.720</b>	Outras Obrigações	5.387	3.272	4.106	3.665	9.836	6.385	5.181
Aplicações Financeiras	3.684	731	0	0	0	0	0	<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>99.208</b>	<b>59.730</b>	<b>80.638</b>	<b>97.685</b>	<b>70.988</b>	<b>60.034</b>	<b>57.365</b>
Créditos de pessoas ligadas	5.371	7.045	773	4.960	11.481	9.482	0	Empréstimos e Financiamentos	87.784	47.010	70.347	86.378	60.522	54.031	53.019
Impostos a Recuperar	12.020	738	0	0	0	0	0	Obrigações fiscais	11.391	12.164	9.763	10.499	2.786	2.686	1.870
Outros créditos	5.600	7.512	4.003	3.564	3.517	4.636	3.720	Dívidas com pessoas ligadas	0	0	0	658	0	0	171
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>134.394</b>	<b>129.220</b>	<b>110.924</b>	<b>89.636</b>	<b>41.974</b>	<b>30.765</b>	<b>29.888</b>	Outras Obrigações	33	556	528	150	7.680	3.317	2.305
Investimentos	31.693	23.895	24.730	14.230	11	11	1.154	<b>PATRIM. LÍQUIDO/PASSIVO A DESCOB.</b>	<b>172.832</b>	<b>123.710</b>	<b>62.552</b>	<b>5.679</b>	<b>-24.098</b>	<b>-8.310</b>	<b>-22.162</b>
Imobilizado	102.701	105.325	86.194	75.406	41.963	30.574	28.734	Capital Social	97.877	61.500	54.118	42.400	30.586	22.800	22.800
Difendo	0	0	0	0	0	0	0	Reservas	72.276	62.210	50.370	28.630	12.100	507	507
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>403.750</b>	<b>277.309</b>	<b>257.420</b>	<b>186.688</b>	<b>129.378</b>	<b>101.728</b>	<b>83.264</b>	Lucros/Prejuízos Acumulados	2.679	0	-41.936	-65.351	-66.784	-31.617	-45.469
								<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>403.750</b>	<b>277.309</b>	<b>257.420</b>	<b>186.688</b>	<b>129.378</b>	<b>101.728</b>	<b>83.264</b>

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>ORIGEM DOS RECURSOS</b>	<b>158.858</b>	<b>147.869</b>	<b>211.977</b>	<b>120.572</b>	<b>81.859</b>	<b>79.860</b>	<b>43.233</b>
<b>DAS OPERAÇÕES</b>	<b>36.581</b>	<b>30.538</b>	<b>23.969</b>	<b>-614</b>	<b>250</b>	<b>13.481</b>	<b>-4.360</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Exercício	26.138	12.676	11.329	-10.470	-35.167	-503	-15.332
Depreciação e Amortização	15.830	12.078	9.454	6.808	5.164	3.812	3.941
Resultado da Equivalência Patrimonial	6.386	2.853	357	3.355	10.889	1.143	565
Outras origens	-11.773	2.931	2.829	-5.307	19.364	9.029	6.466
<b>DOS ACIONISTAS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Aumento de Capital	0	0	0	0	0	0	0
Outras origens	0	0	0	0	0	0	0
<b>DE TERCEIROS</b>	<b>122.277</b>	<b>117.331</b>	<b>188.008</b>	<b>121.186</b>	<b>81.609</b>	<b>66.379</b>	<b>47.593</b>
Aumento do Exigível a Longo Prazo	60.895	58.999	109.495	70.919	34.998	26.274	24.303
Redução do Realizável a Longo Prazo	13.564	15.080	32.969	26.607	27.232	25.749	14.143
Transações com pessoas ligadas	0	0	0	0	19.379	14.356	9.147
Outras origens	47.818	43.252	45.544	23.660	0	0	0
<b>APLICAÇÕES DOS RECURSOS</b>	<b>86.081</b>	<b>137.165</b>	<b>189.691</b>	<b>105.286</b>	<b>98.782</b>	<b>74.614</b>	<b>39.333</b>
Ajustes Exercício Anterior	0	0	0	0	0	0	0
Aumento do Realizável a Longo Prazo	11.637	32.932	28.385	20.133	28.112	36.147	15.455
Redução do Exigível a Longo Prazo	20.359	81.216	128.913	46.948	43.123	32.081	21.911
Imobilizado	13.285	14.614	20.939	15.631	16.658	6.386	1.956
Investimentos/Difendo	14.662	2.018	11.454	22.574	10.889	0	11
Lucros distribuídos	26.138	6.385	0	0	0	0	0
<b>AUMENTO/REDUÇÃO NO CCL</b>	<b>72.777</b>	<b>10.704</b>	<b>22.286</b>	<b>15.286</b>	<b>-16.923</b>	<b>5.246</b>	<b>3.900</b>
<b>VARIAÇÃO DO CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>72.777</b>	<b>10.704</b>	<b>22.286</b>	<b>15.286</b>	<b>-16.923</b>	<b>5.246</b>	<b>3.900</b>
<b>VARIAÇÃO DO ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>110.618</b>	<b>-9.657</b>	<b>53.192</b>	<b>16.122</b>	<b>15.561</b>	<b>7.189</b>	<b>915</b>
Ativo Circulante no Início do Período	132.063	141.720	88.528	72.406	56.845	49.656	48.741
Ativo Circulante no Final do Período	242.681	132.063	141.720	88.528	72.406	56.845	49.656
<b>VARIAÇÃO DO PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>37.841</b>	<b>-20.361</b>	<b>30.906</b>	<b>836</b>	<b>32.484</b>	<b>1.943</b>	<b>-2.985</b>
Passivo Circulante no Início do Período	93.869	114.230	83.324	82.488	50.004	48.061	51.046
Passivo Circulante no Final do Período	131.710	93.869	114.230	83.324	82.488	50.004	48.061

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS</b>	<b>478.256</b>	<b>383.598</b>	<b>349.970</b>	<b>256.074</b>	<b>216.370</b>	<b>156.197</b>	<b>121.548</b>
Vendas Brutas	478.256	383.598	349.970	256.074	216.370	156.197	121.548
<b>DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>-99.824</b>	<b>-82.097</b>	<b>-64.048</b>	<b>-46.894</b>	<b>-51.590</b>	<b>-36.774</b>	<b>-28.376</b>
(-) Deduções de Vendas	-99.824	-82.097	-64.048	-46.894	-51.590	-36.774	-28.376
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>378.432</b>	<b>301.501</b>	<b>285.922</b>	<b>209.180</b>	<b>164.780</b>	<b>119.423</b>	<b>93.172</b>
<b>CUSTOS DOS PRODUTOS VENDIDOS</b>	<b>-224.431</b>	<b>-189.550</b>	<b>-174.267</b>	<b>-135.407</b>	<b>-97.995</b>	<b>-68.355</b>	<b>-59.733</b>
(-) Custos dos Produtos Vendidos	-224.431	-189.550	-174.267	-135.407	-97.995	-68.355	-59.733
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>154.001</b>	<b>111.951</b>	<b>111.655</b>	<b>73.773</b>	<b>66.785</b>	<b>51.068</b>	<b>33.439</b>
<b>(-) DESPESAS/RECEITAS OPERACIONAIS</b>	<b>-88.202</b>	<b>-62.024</b>	<b>-61.038</b>	<b>-42.487</b>	<b>-50.020</b>	<b>-27.488</b>	<b>-27.745</b>
(-) Despesas com Vendas	-71.800	-49.879	-50.927	-36.369	-30.557	-19.316	-20.088
(+/-) Outras Receitas/Despesas Líquidas	-16.402	-12.145	-10.111	-6.118	-19.463	-8.172	-7.657
<b>RESULTADO OPERACIONAL BRUTO</b>	<b>65.799</b>	<b>49.927</b>	<b>50.617</b>	<b>31.286</b>	<b>16.765</b>	<b>23.580</b>	<b>5.694</b>
<b>(-) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS</b>	<b>-29.400</b>	<b>-28.971</b>	<b>-32.558</b>	<b>-33.402</b>	<b>-41.054</b>	<b>-21.607</b>	<b>-20.455</b>
(+) Receitas Financeiras	7.116	4.740	0	0	0	0	0
(-) Despesas Financeiras	-36.516	-33.711	-32.558	-33.402	-41.054	-21.607	-20.455
<b>(-) JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
(+/-) EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	-6.386	-2.853	-357	-8.355	-10.889	-1.143	-565
<b>RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO</b>	<b>30.013</b>	<b>18.103</b>	<b>17.702</b>	<b>-10.471</b>	<b>-35.178</b>	<b>830</b>	<b>-15.326</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>-93</b>	<b>47</b>	<b>-587</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>-362</b>	<b>-6</b>
(+) Receitas não Operacionais	0	47	0	0	11	0	0
(-) Despesas não Operacionais	-93	0	-587	1	0	-362	-6
<b>RESULTADO ANTES DO IRPJ E CSLL</b>	<b>29.920</b>	<b>18.150</b>	<b>17.115</b>	<b>-10.470</b>	<b>-35.167</b>	<b>468</b>	<b>-15.332</b>
(+/-) Prov. s/IRPJ e CSLL/Impostos diferidos	-3.782	-5.474	-5.786	0	0	-971	0
(-) Participações Estatutárias	0	0	0	0	0	0	0
(+) Reversão dos Juros s/Capital Próprio	0	0	0	0	0	0	0
<b>LUCROS/PREJUÍZOS DO EXERCÍCIO</b>	<b>26.138</b>	<b>12.676</b>	<b>11.329</b>	<b>-10.470</b>	<b>-35.167</b>	<b>-503</b>	<b>-15.332</b>
Lucro/Prejuízo por ação	0,65	0,32	0,28	-0,34	-1,15	-0,02	-0,30
<b>EBITDA</b>	<b>81.629</b>	<b>62.005</b>	<b>60.071</b>	<b>38.094</b>	<b>21.929</b>	<b>27.392</b>	<b>9.635</b>

DEMONSTRAÇÃO DOS LUCROS OU PREJUÍZOS ACUMULADOS							
ANO	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
<b>SALDO NO INÍCIO DO PERÍODO</b>	<b>0</b>	<b>-41.936</b>	<b>-65.351</b>	<b>-66.784</b>	<b>-31.617</b>	<b>-45.469</b>	<b>-52.444</b>
Lucro/prejuízo do exercício	26.138	12.676	11.329	-10.470	-35.167	-503	-15.332
Ajustes do exercício anterior	0	0	0	0	0	0	0
Impostos diferidos s/reservas	0	0	0	0	0	0	0
Distribuição de lucros proposta	-26.138	-6.385	0	0	0	0	0
Retenções/Reservação de lucros/Reversão	2.679	35.645	12.086	11.903	0	14.355	22.307
<b>SALDO NO FINAL DO PERÍODO</b>	<b>2.679</b>	<b>0</b>	<b>-41.936</b>	<b>-65.351</b>	<b>-66.784</b>	<b>-31.617</b>	<b>-45.469</b>

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO

**AUTORIZAÇÃO**

Eu, ADRIANO JOSÉ AZEREDO, CPF 583.247.800-25 autorizo o Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da UNISINOS, a disponibilizar a Dissertação de minha autoria sob o título DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DE INDÚSTRIAS CALÇADISTAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DO PERÍODO DE 2000 A 2006, orientada pelo professor doutor Marcos Antonio de Souza, para:

Consulta  Sim  Não

Empréstimo  Sim  Não

Reprodução:

Parcial  Sim  Não

Total  Sim  Não

Divulgar e disponibilizar na Internet gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o texto integral da minha Dissertação citada acima, no *site* do Programa, para fins de leitura e/ou impressão pela Internet

Parcial  Sim  Não

Total  Sim  Não Em caso afirmativo, especifique:

Sumário:  Sim  Não

Resumo:  Sim  Não

Capítulos:  Sim  Não Quais\_\_\_\_\_

Bibliografia:  Sim  Não

Anexos:  Sim  Não

São Leopoldo, \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

---

Assinatura do(a) Autor(a)

Visto do(a) Orientador(a)