

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE GRADUAÇÃO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

CAROLAINE DA SILVA DOS REIS

**ANÁLISE ECÔNOMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS DO SETOR DE
CALÇADOS LISTADAS NA B3 SOB A ÓTICA DO MODELO TRADICIONAL E O
MODELO DINÂMICO.**

**São Leopoldo
2021**

CAROLAINÉ DA SILVA DOS REIS

**ANÁLISE ECÔNOMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS DO SETOR DE
CALÇADOS LISTADAS NA B3 SOB A ÓTICA DO MODELO TRADICIONAL E O
MODELO DINÂMICO.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis em 2021/1, pelo Curso de Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Prof.^a. Ms. Carine de Oliveira

São Leopoldo

2021

RESUMO

A análise das demonstrações contábeis é uma ferramenta que faz o diagnóstico da posição atual de uma organização e produz resultados que servem de apoio para provisionar tendências futuras. O presente estudo tem como objetivo geral analisar a situação econômico-financeira das empresas do setor de calçados, listadas na B3 nos anos de 2015 a 2019, sob a ótica dos modelos tradicional e dinâmico. No que tange a metodologia, a pesquisa se classifica como de natureza aplicada, quanto a abordagem problema, é considerada quantitativa e qualitativa, em relação aos objetivos é descritiva, e quanto aos procedimentos técnicos é considerada uma pesquisa documental. Foram coletados os dados das demonstrações contábeis por meio do endereço eletrônico da B3, pelos quais foram ajustados e trabalhados no software Excel. De acordo com os resultados da pesquisa, observa-se que a estrutura financeira média predominante pelo setor foi a sólida. A empresa que apresentou melhor situação econômico-financeira foi a Grendene S.A. e a Cambuci S.A. a pior, em virtude dos resultados desfavoráveis apresentados em boa parte dos indicadores tradicionais e dinâmicos no período em análise. A empresa Vulcabras S.A. apresentou melhor evolução sobre os indicadores tradicionais e dinâmicos, mostrando assim, melhoria na sua situação econômico-financeira no decorrer dos anos analisados. A Alpargatas S.A. também apresentou evolução favorável em seus indicadores, porém decaiu em 2019, devido ao aumento do seu endividamento, retração da liquidez geral, menor retorno sobre o ativo e patrimônio líquido e passando a obter estrutura financeira insatisfatória.

Palavras-chave: Modelo Tradicional. Modelo Dinâmico.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Relação das atividades nos ciclos operacional, econômico e financeiro .	30
Figura 2 – Reclassificação do Balanço Patrimonial.....	38
Figura 3 – Gráfico do efeito tesoura	44
Figura 4 - Balanço Patrimonial readequado conforme Modelo Dinâmico de Fleuriet....	56
Figura 5 – Classificação das Estruturas Financeiras.....	57

LISTA DE GRÁFICO

Gráfico 1 - Alpargatas S.A., indicadores de Liquidez em cada ano.....	59
Gráfico 2 – Cambuci S.A., indicadores de Liquidez em cada ano.....	60
Gráfico 3 – Grendene S.A., indicadores de Liquidez em cada ano.....	61
Gráfico 4 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de Liquidez em cada ano.....	62
Gráfico 5 – Liquidez Corrente (LC) média de cada empresa no período.....	63
Gráfico 6 - Liquidez Seca (LS) média de cada empresa no período.....	64
Gráfico 7 - Liquidez Imediata (LI) média de cada empresa no período.....	65
Gráfico 8 - Liquidez Geral (LG) média de cada empresa no período.....	66
Gráfico 9 - Alpargatas S.A., Indicadores de Atividade em cada ano.....	67
Gráfico 10 – Cambuci S.A., Indicadores de Atividade em cada ano.....	67
Gráfico 11 – Grendene S.A., Indicadores de Atividade em cada ano.....	68
Gráfico 12 - Vulcabras Azaleia S.A., Indicadores de Atividade em cada ano.....	69
Gráfico 13 – PMRE, média de cada empresa no período.....	70
Gráfico 14 - PMRV, média de cada empresa no período.....	71
Gráfico 15 - PMPC, média de cada empresa no período.....	71
Gráfico 16 – CO, CE e CF, média de cada empresa no período.....	72
Gráfico 17 – Alpargatas S.A., indicadores de endividamento em cada ano.....	74
Gráfico 18 - Cambuci S.A., indicadores de endividamento em cada ano.....	75
Gráfico 19 - Grendene S.A., indicadores de endividamento em cada ano.....	76
Gráfico 20 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de endividamento em cada ano...	78
Gráfico 21 - EG, média de cada empresa no período.....	79
Gráfico 22 - CE, média de cada empresa no período.....	80
Gráfico 23 - IRNC, média de cada empresa no período.....	81
Gráfico 24 – Alpargatas S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano.....	82
Gráfico 25 - Cambuci S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano.....	83
Gráfico 26 - Grendene S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano.....	85
Gráfico 27 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano.....	86
Gráfico 28 - MB, média de cada empresa no período.....	87

Gráfico 29 - MO, média de cada empresa no período	88
Gráfico 30 – ML, média de cada empresa no período	89
Gráfico 31 – ROA, média de cada empresa no período.....	90
Gráfico 32 – ROE, média de cada empresa no período.....	91
Gráfico 33 – Alpargatas S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano	92
Gráfico 34 – Médias da Alpargatas S.A. ao longo dos 5 anos analisados	93
Gráfico 35 - Cambuci S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano	95
Gráfico 36 - Médias da Cambuci S.A. ao longo dos 5 anos analisados	96
Gráfico 37 – Grendene S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano	97
Gráfico 38 - Médias da Grendene S.A. ao longo dos 5 anos analisados	98
Gráfico 39 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano	99
Gráfico 40 - Médias da Vulcabras Azaleia S.A. ao longo dos 5 anos analisados....	100

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Fórmula para Análise Horizontal	21
Quadro 3 – Fórmula para Análise Vertical	21
Quadro 5 – Fórmula para liquidez corrente	23
Quadro 6 – Fórmula para Liquidez Seca.....	24
Quadro 7 – Fórmula para Liquidez Imediata	24
Quadro 8 - Fórmula para Liquidez Geral.....	25
Quadro 9 – Fórmula para o Prazo Médio de Rotação dos Estoques	26
Quadro 10 - Fórmula para o Prazo Médio de recebimento de vendas.....	27
Quadro 11 – Fórmula para o Prazo Médio de Pagamento das Compras.....	27
Quadro 12 – Cálculo do Ciclo Operacional	28
Quadro 13 – Cálculo do Ciclo Econômico	29
Quadro 14 – Cálculo do Ciclo Financeiro.....	29
Quadro 15 – Fórmula para Endividamento Geral.....	31
Quadro 16 – Fórmula para Participação de Capital de Terceiros.....	31
Quadro 17 – Fórmula para Composição do Endividamento.....	32
Quadro 18 – Fórmula para Imobilização do Patrimônio Líquido.....	33
Quadro 19 – Fórmula para Imobilização dos Recursos Não Correntes	33
Quadro 20 - Fórmula para Margem Bruta	34
Quadro 21 – Fórmula para Margem Operacional.....	35
Quadro 22 – Fórmula para Margem Líquida	35
Quadro 23 - Fórmula para Retorno sobre o Ativo	35
Quadro 24 - Fórmula para Retorno sobre Patrimônio Líquido.....	36
Quadro 25 - Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet	38
Quadro 26 - Fórmula para Necessidade de Capital de Giro	39
Quadro 27 - Fórmula para Capital de Giro	41
Quadro 28 - Fórmula para Saldo de Tesouraria.....	42
Quadro 29 - Estruturas Financeiras de Empresas	45
Quadro 30 – Pesquisas realizadas em relação ao tema	47
Quadro 31 – Empresas que compõem a amostra coletada	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Fator de Ajuste	55
----------------------------------	----

LISTA DE SIGLAS

ABICALÇADOS - Associação Brasileira das Indústrias de Calçados

AH - Análise Horizontal

AV - Análise Vertical

CDG - Capital de Giro

CE - Ciclo Econômico

CE - Composição do Endividamento

CF - Ciclo Financeiro

CO - Ciclo Operacional

DRE - Demonstração do Resultado do Exercício

EG - Endividamento Geral

IPL - Imobilização do Patrimônio Líquido

IRNC - Imobilização dos Recursos Não Correntes

ML - Margem Líquida

MO - Margem Operacional

NCG - Necessidade de Capital de Giro

CPV - Custo sobre Produto Vendido

PCT - Participação de Capital de Terceiros

PL - Patrimônio Líquido

PMPC - Prazo Médio de Pagamento das Compras

PMRE - Prazo Médio de Rotação dos Estoques

PMRV - Prazo Médio de Recebimento de Vendas

ROA - Retorno sobre o Ativo

ROE - Retorno sobre Patrimônio Líquido

ROI - Retorno sobre Investimento

ST - Saldo de Tesouraria

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 TEMA	14
1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA	15
1.3 PROBLEMA	15
1.4 OBJETIVOS	15
1.4.1 Objetivo Geral	15
1.4.2 Objetivos Específicos	15
1.5 JUSTIFICATIVA	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	19
2.1.1 Análise Horizontal	20
2.1.2 Análise Vertical	21
2.1.3 Indicadores Econômico-financeiros	22
2.1.4 Indicadores de Liquidez	22
2.1.5 Indicadores de Atividade	25
2.1.6 Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro	28
2.1.7 Indicadores de Endividamento	30
2.1.8 Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade	34
2.2 MODELO DINÂMICO DE ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA	36
2.2.1 Necessidade de Capital de Giro	39
2.2.2 Capital de Giro	40
2.2.3 Saldo de Tesouraria	42
2.2.4 Tipos de Estruturas Financeiras nas Empresas	45
2.3 ESTUDOS ANTERIORES	47
3. METODOLOGIA	51
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	51
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	53
3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS	54
3.4 LIMITAÇÃO DO MÉTODO	58
4 ANÁLISE ECÔNOMICO - FINANCEIRA	59
4.1 MODELO TRADICIONAL	59
4.1.1 Análise dos Indicadores de Liquidez	59

4.1.2 Análise dos Indicadores de Atividade	66
4.1.3 Análise dos Indicadores de Endividamento	73
4.1.4 Análise dos Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade	82
4.2 MODELO DINÂMICO DE FLEURIET	91
4.3 SÍNTESE DA ANÁLISE ECÔNOMICO - FINANCEIRA.....	101
5 CONCLUSÃO	106
REFERÊNCIAS.....	109
APÊNDICE A – ALPARGATAS S.A. - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	115
APÊNDICE B – ALPARGATAS S.A. - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	116
APÊNDICE C – ALPARGATAS S.A. – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS.....	116
APÊNDICE D – CAMBUCI S.A. - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	117
APÊNDICE E – CAMBUCI S.A. - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	118
APÊNDICE F – CAMBUCI S.A. – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS	119
APÊNDICE G – GRENDENE S.A - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	120
APÊNDICE H – GRENDENE S.A - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	121
APÊNDICE I – GRENDENE S.A – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS.....	122
APÊNDICE J – VULCABRAS AZALEIA S.A - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL.....	123
APÊNDICE K – VULCABRAS AZALEIA S.A - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL..	124

APÊNDICE L – VULCABRAS AZALEIA S.A – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS.....	125
APÊNDICE M – MÉDIAS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS DO SETOR AO LONGO DOS CINCO ANOS ANALISADOS	126

1 INTRODUÇÃO

Em 2018, a indústria do setor calçadista apresentou fortes quedas nos indicadores de desempenho. O índice de maior relevância desta performance é o do emprego, pois o setor acumulou nos últimos cinco anos uma redução de mais de 5,5 mil postos de trabalho, isto após uma eliminação de 8,4 mil postos de trabalho em 2017. A queda das exportações também teve influência para a performance negativa de 2018, que apresentou um faturamento de US\$ 976 milhões, uma queda de 10% com relação ao ano anterior, e menos da metade do que foi faturado dez anos antes, onde se alcançou quase US\$ 2 bilhões. (ABICALÇADOS, 2019).

Segundo a Abicalçados (2019), as principais causas para o baixo desempenho do setor calçadista no ano de 2018 foram as variações do câmbio, que acabaram prejudicando a formação de preços, carga tributária e a queda na demanda interna do país. Analisando o ano de 2019, a indústria do ramo calçadista produziu 908,2 milhões de pares de calçados, com crescimento de 0,4% em relação ao período anterior, um crescimento considerado baixo, que frustrou as expectativas do setor calçadista. (ESTADÃO, 2020).

A concorrência que o setor calçadista brasileiro tem junto aos países asiáticos, notadamente China, Índia e Vietnã, que são atualmente os três maiores produtores mundiais do segmento, há anos é uma preocupação, devido a causas históricas de quedas de produção do setor calçadista brasileiro, que prejudicaram e ainda prejudicam o seu desenvolvimento. (CANAL RURAL, 2011; EXCLUSIVO, 2019).

A Abicalçados (2019), expõe que o cenário do setor calçadista se tornou bastante desafiador no Brasil. Um mercado mais competitivo faz com que as empresas busquem maneiras de se destacarem. Para isso, as organizações devem possuir estratégias empresariais avançadas e novas técnicas de gestão para tomada de decisões precisas. (ASSAF NETO, 2012).

A complexidade crescente das empresas devido a concorrência acirrada, desenvolvimento tecnológico e regulamentações governamentais, tem requerido maior eficiência da administração dos recursos financeiros para atender as necessidades das organizações. (MODRO, FAMÁ, PETROKAS, 2012). A administração de capital de giro tem participação importante no desempenho operacional de uma organização, uma vez que o capital de giro pode cobrir mais da metade de seus ativos totais investidos. A má administração do capital de giro

costuma apresentar sérios problemas financeiros para organização, gerando uma situação de insolvência. (ASSAF NETO, 2012).

De acordo com Lins e Francisco Filho (2012), a análise das demonstrações contábeis é importante para detectar problemas econômicos e financeiros, reconhecer e avaliar o desenvolvimento da empresa em relação a períodos anteriores, permitindo uma visão estratégica e com o propósito de extrair informações das demonstrações para a tomada de decisões. Para tal, existem dois modelos de análise das demonstrações contábeis que podem ser aplicadas para avaliação da liquidez e do capital de giro das organizações.

O modelo tradicional se baseia na utilização de indicadores extraídos das demonstrações contábeis, pelo ponto de vista estatístico e direcionada para o aspecto de solvência e descontinuidade da empresa. (MODRO, FAMÁ, PETROKAS, 2012). Já o modelo dinâmico retoma o tema de liquidez e sugere uma abordagem diferente da análise de balanço patrimonial, por meio da combinação de seus principais componentes: (i) Necessidade de Capital de Giro (NCG); (ii) Capital de Giro; e, (iii) Saldo de tesouraria (T). (PADOVEZE, 2005).

Moreira e Santos (2013) concluem que o modelo dinâmico de Fleuriet permite a verificação de forma mais clara à situação financeira da organização. A utilização do modelo mencionado contribui positivamente para a tomada de decisões.

1.1 TEMA

A administração de capital de giro tem como propósito primordial a conservação do equilíbrio financeiro das organizações. Assim, é possível garantir a continuidade da atividade operacional que beneficie a sua sobrevivência e crescimento no mercado. (VIEIRA, 2008).

A liquidez das organizações, associada à gestão de capital de giro, interessa aos acionistas e administradores financeiros, pois, se a administração de uma empresa apresente ineficiência, a mesma pode passar por um processo de insolvência. Neste sentido, Assaf Neto (2019) afirma que o estudo do capital de giro é importante para as Finanças Corporativas, pois determina reflexos visíveis no desempenho futuro das organizações. Portanto, vale ressaltar que uma boa gestão de capital de giro se faz necessária para manter o equilíbrio financeiro das organizações, sendo um fator decisivo para o sucesso dos negócios.

Diante da importância da administração da gestão financeira nas organizações, principalmente no que diz respeito ao capital de giro, o presente trabalho realiza uma análise econômico-financeira das empresas brasileiras do setor calçadista listadas da B3. São elas: Alpargatas S.A., Cambuci S.A., Grendene S.A. e Vulcabras Azaleia S.A.

1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA

O estudo delimita-se à análise econômico-financeira com a utilização dos índices do modelo tradicional e dos índices base do modelo dinâmico de Fleuriet. As demonstrações contábeis utilizadas foram de quatro empresas brasileiras do setor calçadista listadas na B3, entre os anos de 2015 e 2019.

1.3 PROBLEMA

Para direcionar a pesquisa, o trabalho busca responder a seguinte questão: Qual foi a situação econômico-financeira das empresas do setor de calçados listadas na B3 nos anos de 2015 a 2019 sob a ótica dos modelos tradicional e dinâmico? A partir do problema, discorre-se sobre os detalhes financeiros das empresas, visando atingir os objetivos descritos a seguir.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 Objetivo Geral

O Objetivo desta pesquisa consiste em analisar a situação econômico-financeira das empresas do setor de calçados listadas na B3 nos anos de 2015 a 2019 sob a ótica dos modelos tradicional e dinâmico. Com base no proposto geral, desenvolve-se os objetivos específicos.

1.4.2 Objetivos Específicos

O estudo completa-se a partir de objetivos específicos propostos. A seguir, discorre-se sobre esses objetivos:

- a) extrair as demonstrações contábeis das empresas do setor calçadista listadas na B3 entre o período de 2015 a 2019, bem como as informações pertinentes em seus relatórios de administração e notas explicativas;
- b) fazer atualização dos valores originais das demonstrações contábeis a valor presente;
- c) calcular os indicadores econômico-financeiros do modelo tradicional;
- d) reclassificar os balanços patrimoniais extraídos das demonstrações contábeis, conforme modelo dinâmico de Fleuriet;
- e) calcular os indicadores base do modelo dinâmico de Fleuriet, sendo eles: necessidade de capital de giro, o capital de giro e o saldo em tesouraria; e,
- f) comparar as médias dos indicadores tradicionais e dinâmicos de cada empresa analisada com a média do setor apresentada no período.

1.5 JUSTIFICATIVA

Estudos sobre a análise econômico-financeira de empresas de diversos ramos com a aplicação dos modelos tradicional e dinâmico estão presentes em diversos trabalhos, pois uma gestão estabilizada do capital de giro pode estabelecer a sobrevivência da organização, como também, a expansão de suas operações (SOUZA, 2015). Dentre esses trabalhos, estão os apresentados por autores como Barbosa et al. (2015), Francisco, Rocha e Amaral (2020), Ambrozini et al. (2015), Silva et al. (2016), entre outros.

A análise de balanços deve ser aplicada para extrair informações das demonstrações contábeis para auxiliar na tomada de decisões, sendo o capital de giro a chave para a administração financeira de uma organização. Nesse sentido, a aplicação correta das ferramentas de análise é importante para se manter o equilíbrio financeiro das organizações, sendo um fator decisivo para o sucesso dos negócios. (MATARAZZO, 2010).

O presente estudo utiliza como amostra para aplicação da pesquisa o setor calçadista, devido sua representativa no mercado de trabalho, visto que engloba inúmeras áreas de serviços, devido também a sua situação de desenvolvimento, principalmente, entre os períodos analisados na presente pesquisa. Além disso, o período de análise escolhido se justifica pelo que os autores Vertes e Wurch (1983) expõem, considerando que, para alcançar maior probabilidade de acerto das

conclusões de uma análise econômico-financeira, é desejável o exame de cinco balanços patrimoniais anuais sucessivos.

De acordo com a Associação Brasileira de Calçados (2019), a indústria brasileira do ramo é composta por cerca de 6,6 mil empresas, com 271,1 mil empregos formais. A Abicalçados também cita que o maior volume de produção de calçados concentra-se na região Nordeste, que representou, em 2018, 54,1% da produção nacional. Mas as regiões Sul e Sudeste também se destacaram, ambas com parcela de 22% da produção total no mesmo período. O consumo de calçados em 2018 apresentou um crescimento de 2,1% em relação ao ano anterior, chegando ao total de 857,1 milhões de pares.

No panorama mundial, em 2015, a indústria brasileira ocupava a posição de terceiro principal produtor de calçados e o quarto maior consumidor de calçados. No ano seguinte, sua posição como terceiro produtor foi tomada pelo Vietnã, ficando, então, em quarto lugar no ranking. (ABICALÇADOS, 2017; 2018; 2019).

Nesse contexto, a análise do desempenho financeiro das organizações do ramo de calçados proporciona avaliá-las por intermédio da tradução de dados financeiros em indicadores. Diante disso, o presente estudo se justifica, primeiramente, pela necessidade do uso de análises financeiras para preservação da saúde financeira das organizações, que contribuem diretamente para garantir a sobrevivência dos negócios, por meio da aplicação do modelo tradicional e o modelo dinâmico de Fleuriet, temáticas relevantes para a compreensão financeira. Segundamente, justifica-se pela representatividade do setor calçadista no mercado de trabalho, que poderá servir de subsídio aos gestores e administradores das empresas deste setor, auxiliando-os na tomada de decisão e possibilitando manter a organização em uma situação econômico-financeira rentável, mesmo em tempos de retração do mercado.

Deve-se destacar que esse estudo se baseou sobre a pesquisa desenvolvida por Francisco, Rocha e Amaral (2020), no qual apresenta-se a avaliação e análise dos resultados financeiros de quatro empresas listadas na BM&FBOVESPA, do ramo de calçados, no período de 2012 a 2016, com a utilização dos índices de liquidez do modelo tradicional e os índices bases do modelo dinâmico. Ademais, o presente estudo apresenta uma análise diferenciada, com a aplicação do modelo tradicional baseado nos indicadores de liquidez, atividade, endividamento, rentabilidade e lucratividade. E o modelo dinâmico, baseado nos principais elementos: Necessidade

de Capital de Giro, Capital de Giro e Tesouraria. Desta forma, apresenta-se resultados de melhor capacidade preditiva de situação econômico-financeira.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo, apresenta-se a literatura, pela qual o estudo se fundamenta. Primeiro será exposta a análise das demonstrações contábeis e seus componentes. Por conseguinte, a apresentação do modelo dinâmico e seus componentes.

2.1 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis fornecem diversos dados sobre as organizações, obedecendo as normas contábeis. A análise de balanço extrai desses dados informações que auxiliam os gestores na tomada de decisão: quanto mais eficazes, melhores informações serão repassadas aos gestores. (MATARAZZO, 2010). O autor Ludícibus (2017) classifica a análise de balanços como a arte de saber extrair relações úteis dos relatórios contábeis tradicionais e de suas extensões e detalhamentos com a finalidade econômica que tivermos em mente. De acordo com as definições do autor, a análise de balanços é uma arte, uma vez que cada analista será capaz de apresentar diferentes pontos de vista das mesmas informações, sem a necessidade de uma fórmula científica para ter um diagnóstico preciso.

Para Assaf Neto (2012), a análise das demonstrações contábeis visa extrair informações sobre a posição passada, presente e futura de uma organização. Na mesma linha de raciocínio, Kuhn e Lampert (2012, p.11) explicam que “a análise serve para avaliar decisões que foram tomadas em épocas passadas, bem como fornecer subsídios para o planejamento financeiro visando o futuro”.

Conforme Assaf Neto e Lima (2010), por meio da análise das demonstrações contábeis, é possível diagnosticar a posição atual de uma organização e produzir resultados que sirvam de apoio para provisionar tendências futuras, podendo assim atender aos objetivos de análise dos colaboradores, acionistas, credores, concorrentes e governo. Na visão de Silva (2010), a análise examina o desempenho econômico, financeiro e patrimonial das organizações, para que todos os usuários interessados consigam fazer a tomada de decisões.

Somente analisar não é suficiente, é necessário a correta interpretação dos dados apresentados pela análise, decorrente da comparação entre os elementos do conjunto. Os estudos resultantes apresentam a situação da empresa em determinando momento, e buscam definir a potencialidade e as perspectivas futuras

da companhia. (FRANCO, 1992). De acordo com Assaf Neto (2012), as principais técnicas de análise são a análise horizontal, análise vertical e os indicadores econômico-financeiros.

A administração de capital de giro também é um ponto relevante para o estudo, pois é o principal determinante da situação financeira de uma organização, que expõe os recursos disponíveis e necessários para o giro dos negócios. O capital de giro permite a materialização de liquidez, lucratividade, prosperidade e sobrevivência da organização (MATIAS, 2007).

As leituras das notas explicativas podem apresentar informações que apontem problemas de continuidade ou expansão da própria atividade da organização. Diante disso, a leitura atenta permitirá a parte interessada a aderência das demonstrações contábeis, como também saber se elas foram desenvolvidas de maneira condizente com as normas contábeis. (SILVA, 2010).

Em seguida, será retratado umas das formas de análise tradicional. A chamada análise horizontal que tem como principal objetivo revelar a evolução das contas das demonstrações contábeis por período. (ASSAF NETO, LIMA, 2010).

2.1.1 Análise Horizontal

Para Padoveze e Benedicto (2011) a análise horizontal consiste em confrontar as modificações ocorridas em determinada conta das demonstrações contábeis entre um período e outro, e apresentá-las em percentuais. Na visão dos autores Bruni (2014) e Tófoli (2012), esse tipo de análise verifica a evolução de itens de cada demonstração contábil ao longo do tempo, em que o ano inicial é atribuído a um valor-base igual a 100% e os valores nos demais períodos são calculados em relação ao valor do ano-base.

De acordo com Ludícibus (2017), o principal objetivo da análise horizontal é revelar o crescimento das contas através dos períodos, com a finalidade de caracterizar tendências. Por isso, essa análise é também conhecida como análise de tendências, sendo relevante para a construção de cenários. (SILVA, 2010). O cálculo da análise horizontal se faz da seguinte maneira:

Quadro 1 – Fórmula para Análise Horizontal

$$\text{VARIAÇÃO (AH)} = \left(\frac{\text{PERÍODO A}}{\text{PERÍODO B}} \right) - 1$$

Fonte: Adaptado de Padoveze e Benedicto (2011).

O cálculo da análise horizontal revela em percentuais quanto a conta disponível teve de crescimento no período B em relação ao período A. Ou seja, é relacionado cada resultado obtido em determinada data com o verificado no período anterior, estabelecido como data base, e multiplica-se por 100. (ASSAF NETO; LIMA, 2010).

Outra forma de análise é a vertical, que avalia a estrutura de composição de cada item e sua evolução no tempo. (IUDÍCIBUS, 2017).

2.1.2 Análise Vertical

Ferrari (2012) define que a análise vertical é a comparação das partes com o todo, por meio do cálculo de coeficientes de participação entre contas homogêneas. Silva (2010), ainda complementa que através desta análise, pode ser identificado a relevância de uma conta dentro do grupo de contas, na qual está introduzida.

Tófoli (2012) também retrata sobre o assunto, afirmando que a análise vertical revela as alterações dos principais conjuntos de contas em determinado período, sendo possível observar e avaliar a estrutura do Ativo e Passivo. O cálculo se faz da seguinte forma:

Quadro 2 – Fórmula para Análise Vertical

$$\text{PARTICIPAÇÃO (AV)} = \left(\frac{\text{CONTA B}}{\text{CONTA A}} \right)$$

Fonte: Adaptado de Padoveze e Benedicto (2011).

Por meio do cálculo da análise vertical, pode-se constatar a representatividade que a conta B e C têm em relação ao montante da conta A (base), podendo ser, como exemplo, o quanto a conta de disponíveis e estoques representam ao montante da conta de ativos circulantes, ou o quanto do total do resultado bruto está concentrado nas despesas operacionais e nas despesas financeiras.

Assaf Neto e Lima (2010) afirmam que o resultado encontrado pela análise vertical complementa as conclusões apresentadas pela análise horizontal. Hoji (2017)

também discute sobre o assunto, citando que a utilidade das constatações extraídas da análise vertical aumenta se for aplicada em conjunto com a análise horizontal.

Outra forma de análise tradicional é através de indicadores, que relacionam contas e grupos de contas para extrair conclusões sobre a situação econômico-financeiras das organizações. (ASSAF NETO, 2012). Discorre-se sobre no próximo tópico.

2.1.3 Indicadores Econômico-financeiros

A análise dos indicadores econômico-financeiros abrange métodos de cálculos e interpretações para verificar e controlar o desempenho das empresas. Existem vários indicadores que fazem parte da análise das demonstrações contábeis e detêm a função de amparar no crescimento das empresas com as informações provenientes. (ASSAF NETO, 2012).

Os indicadores econômico-financeiros são componentes representativos da análise das demonstrações contábeis. São cálculos efetuados através das informações do Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado de Exercício (DRE), que buscam revelar a situação financeira e patrimonial das empresas. (PADOVEZE, 2006).

Os indicadores básicos de análise estão classificados em quatro grupos: liquidez, atividade, endividamento ou estrutura, lucratividade e rentabilidade. (ASSAF NETO, 2019). De acordo com Ribeiro (2020), a situação financeira da organização é demonstrada pelos indicadores de capital e liquidez, enquanto a situação econômica é evidenciada pelos índices de rentabilidade e lucratividade.

Nos próximos tópicos são apresentados os indicadores econômico-financeiros. A começar pelo indicador de liquidez, no subcapítulo abaixo.

2.1.4 Indicadores de Liquidez

De acordo com Assaf Neto (2012, p.176), os Indicadores de Liquidez “evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros”. Os autores Marion (2019), Perez Junior e Begalli (2015) também partilham da mesma visão, e mencionam que os índices de liquidez são

empregados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa. Ou seja, a capacidade de saldar suas obrigações.

Os índices retratam a folga financeira que uma organização dispõe em determinado período. Dessa forma, quanto maior o resultado dos índices, melhor para empresa. (TÓFOLI, 2012). Segundo Assaf Neto (2019), os índices de liquidez são: corrente, seca, imediata e geral.

O índice de Liquidez Corrente (LC) tem como objetivo medir a capacidade de pagamento das organizações a curto prazo. (GITMAN, 2010; LINS, FRANCISO FILHO, 2012). O resultado encontrado pelo índice de Liquidez Corrente retrata quanto a empresa possui no seu ativo circulante, para cada R\$ 1,00 de obrigações de curto prazo (ASSAF NETO, 2019). Sua fórmula de cálculo se caracteriza da seguinte maneira:

Quadro 3 – Fórmula para liquidez corrente

$$\text{LIQUIDEZ CORRENTE} = \left(\frac{\text{ATIVO CIRCULANTE}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE}} \right)$$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2019).

De acordo com Lins e Francisco Filho (2012) o índice de Liquidez Corrente mede a capacidade da organização liquidar suas obrigações de custo prazo. Ou seja, verifica-se o quanto em reais, de disponível e ativos transmutáveis em dinheiro a curto prazo, a entidade delibera para liquidar as dívidas de curto prazo (IUDÍCIBUS, 2017).

O índice de Liquidez Seca (LS) mede a capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo da organização, desconsiderando a venda de estoques e das despesas antecipadas. (TÓFOLI, 2012). Seguindo a mesma visão, Iudícibus (2017) cita que este índice busca avaliar conservadoramente a liquidez da empresa, pois se excluí uma fonte de incertezas, que são os estoques.

Segundo Assaf Neto (2019), o índice mede quanto a organização tem de recursos adicionados no ativo circulante, sem contar com os seus estoques e despesas antecipadas para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto prazo. Sendo sua fórmula de cálculo caracterizada da seguinte maneira:

Quadro 4 – Fórmula para Liquidez Seca

$$\text{LIQUIDEZ SECA} = \left(\frac{\text{ATIVO CIRCULANTE} - \text{ESTOQUES} - \text{DESPESAS ANTECIPADAS}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE}} \right)$$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2019).

Esse método elimina as incertezas que o estoque proporciona. Considera-se como fatores incertos os riscos de perdas por avaria, furto, obsolescência, desvalorização e possíveis dificuldades para venda. (SAPORITO, 2015).

A Liquidez Imediata (LI) retrata o quanto de recursos disponíveis a organização possui imediatamente para liquidar suas dívidas de curto prazo. (PADOVEZE, BENEDICTO, 2011; MARION, 2019). Braga (2009), cita que o índice de liquidez imediata mede a proporção de numerário que a empresa deve manter. São eles: caixa, banco e aplicações que possam ser convertidas em dinheiro para que, assim, a empresa possa atender seus compromissos mais imediatos durante seus ciclos operacionais.

Conforme Vicenconti e Neves (2013), esse índice retrata quanto, para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto prazo, a entidade delibera em dinheiro para pagar. Sendo calculada por meio da razão entre disponível e passivo circulante, a entender:

Quadro 5 – Fórmula para Liquidez Imediata

$$\text{LIQUIDEZ IMEDIATA} = \left(\frac{\text{DISPONÍVEL}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE}} \right)$$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2019).

Referente a interpretação do resultado da Liquidez Imediata, pela perspectiva da liquidez, quanto mais elevada, melhor para empresa. (VIEIRA, 2008). Porém, dificilmente as empresas tendem a apresentar liquidez imediata elevada, pois normalmente mantêm poucos recursos disponíveis na conta, uma vez que estariam sujeitos aos efeitos inflacionários. Por essa razão, é comum que esse tipo de índice seja, quase sempre, baixo. (MARTINS, MIRANDA, DINIZ, 2014).

A Liquidez Geral (LG) é a capacidade de eliminar todos os compromissos tomados pela empresa. (SOUZA, 2014). De acordo com Assaf Neto (2012, p.177), “esse indicador revela a liquidez, tanto a curto quanto a longo prazo”. É a partir desse índice que se evidencia a capacidade de pagamento total da organização, associando

todos os ativos que a entidade pretende converter em dinheiro, a curto e logo prazo, com todas as suas dívidas assumidas. (MARION, 2019).

Para Assaf Neto (2019) a Liquidez Geral revela que, para cada R\$1,00 de dívidas totais (circulante e longo prazo), o quanto a empresa registra de ativos de mesma titularidade (circulante + realizável a longo prazo). Nesse sentido, a fórmula de cálculo se caracteriza da seguinte forma:

Quadro 6 - Fórmula para Liquidez Geral

$$\text{LIQUIDEZ GERAL} = \left(\frac{\text{ATIVO CIRCULANTE} + \text{REALIZÁVEL A LONGO PRAZO}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{EXIGÍVEL A LONGO PRAZO}} \right)$$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2019).

Padoveze e Benedicto (2011) citam que, dentre todos os índices de liquidez, a Liquidez Geral é o que causa maior dificuldade na análise, uma vez que entra em seu cálculo todos os ativos e passivos. Em outras palavras, são inclusos em sua conta realizáveis a longo prazo e dificuldades de realização, que são capazes de distorcerem os resultados.

Martins, Miranda e Diniz (2014), complementam que esse índice mistura elementos de curto e longo prazo, que sofre com os efeitos das diferenças temporais através das contas componentes do numerador e do denominador da fórmula. Nesse sentido, se conclui que a análise do índice de Liquidez Geral, de maneira isolada, não fornece informações suficientes.

2.1.5 Indicadores de Atividade

Os indicadores de atividade têm como finalidade, essencialmente, a mensuração do ciclo operacional de uma organização, que abrange desde a gestão de estoques até o prazo concedido aos clientes das vendas realizadas. (ASSAF NETO, 2019). No mesmo contexto, Alves (2018), define que os indicadores de atividade visam verificar aspectos de capital de giro através do ciclo financeiro. Resumidamente, tais indicadores abrangem a gestão de estoques, recebimento das vendas, pagamento das compras, ciclo operacional e financeiro, e por fim, a rotação do ativo. Esses indicadores mostram quanto tempo a organização demora, em média, para receber o numerário oriundo das suas vendas e para efetuar o pagamento de

suas compras e para renovar o seu estoque. (LINS, FRANCISCO FILHO, 2012; ALVES, 2018; MARION, 2019).

Segundo Matarazzo (2010), a conjugação dos índices de prazos médios é de suma importância para definição de estratégias, tanto financeiras, quanto comerciais. Lins e Francisco Filho (2012, p.163) ainda descrevem sobre a precisão dos prazos médios:

A precisão dos prazos médios depende da uniformidade das vendas e compras a prazo. Se a empresa tem vendas e compras, aproximadamente uniformes durante o ano, os prazos médios refletirão satisfatoriamente a realidade. Agora, se as vendas e/ou compras flutuarem, tiverem picos e vales de concentração, os indicadores poderão estar totalmente distorcidos. (LINS, FRANCISCO FILHO, 2012, p.163).

Para o cálculo dos prazos médios, o resultado é obtido em dias e o período se refere ao balanço a ser analisado, ou seja, 1 ano ou 360 dias comerciais. Desejando-se encontrar o resultado em meses, bastará multiplicar por 12 (VICENCONTI, NEVES, 2013). Através dos prazos médios, pode-se encontrar o ciclo operacional e financeiro da entidade. (ALVES, 2018).

Cada indicador de atividade aponta em uma etapa diferente do ciclo. Dessa forma, analisar apenas um indicador não se torna suficiente; não se terá uma análise eficiente e fundamentada. (LINS, FRANCISCO FILHO, 2012). Em seguida, são apresentados quais são os indicadores de atividade.

O Prazo Médio de Rotação dos Estoques (PMRE), indica o tempo médio em que os produtos ficam estocados até o momento de serem vendidos. Uma organização mantém seu volume de estoque com base no seu volume de vendas e de sua política de estocagem. Quanto maior o volume de vendas de produtos ou mercadorias, menor será o resultado desse índice. (SILVA, 2018). O PMRE é calculado pela fórmula retratada abaixo:

Quadro 7 – Fórmula para o Prazo Médio de Rotação dos Estoques

$$PMRE = \left(\frac{\text{ESTOQUE MÉDIO}}{\text{CUSTO DA MERCADORIA VENDIDA}} \right) \times 360$$

Fonte: Adaptado de Silva (2018).

Ao dividir 360 dias pelo PMRE, a empresa obtém o número de vezes que o estoque se renovou sobre determinado tempo considerado na análise. (LINS,

FRANCISCO FILHO, 2012). No caso de empresas industriais, o indicador PMRE exprime, em média, quanto tempo a empresa leva desde o momento da compra da matéria-prima até o da venda do produto final, passando pelo período de fabricação do produto. (ALVES, 2018).

Quanto maior o resultado desse índice, maior o prazo de estocagem. Em consequência, maior será a necessidade da empresa em investir em estoques, gerando assim, um fator redutor do seu retorno. (ASSAF NETO, 2019). Nesse sentido, tendo em vista que estocar é uma ação que não agrega valor, quanto menor o prazo de estocagem, melhor para empresa. (PEREZ JÚNIOR, BEGALLI, 2015).

Outro indicador de atividade é o Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV), que tem como objetivo evidenciar o tempo médio que a entidade deverá esperar para poder receber o valor de suas vendas realizadas a prazo. (RIBEIRO, 2020). O PMRV é calculado por:

Quadro 8 - Fórmula para o Prazo Médio de recebimento de vendas

$$\text{PMRV} = \left(\frac{\text{DUPLICATAS A RECEBER (média do período)}}{\text{VENDAS LÍQUIDAS + IMPOSTOS SOBRE VENDAS}} \right) \times 360$$

Fonte: Adaptado de Silva (2018).

Para obter-se maior rentabilidade, a empresa terá que reduzir, sempre que possível, o prazo de recebimento de suas vendas, pois assim pode manter seus recursos disponíveis em outras aplicações mais rentáveis e aumentar o giro de seus ativos, uma vez que, quanto maior o prazo de recebimento das vendas, maior será a necessidade de capital de giro. (ASSAF NETO, 2019).

A análise do Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV), possibilita a avaliação da política de concessão de créditos e a competência do setor de cobrança. (SILVA, 2010). Pode-se analisar, também, o Prazo Médio de Pagamento de Compras (PMPC), onde é possível verificar o tempo médio que a entidade leva para pagar suas dívidas junto aos seus fornecedores. (SILVA, 2018). O PMPC pode ser calculado pela fórmula apresentada abaixo:

Quadro 9 – Fórmula para o Prazo Médio de Pagamento das Compras

$$\text{PMPC} = \left(\frac{\text{FORNECEDORES (média do período)}}{\text{COMPRAS}} \right) \times 360$$

Fonte: Adaptado de Silva (2018).

Para Marques et al. (2015), quanto menor o giro de contas a pagar, melhor para a entidade. Por outro lado, Lins e Francisco Filho (2012) citam que o resultado encontrado no Prazo Médio de Pagamento de Compras é válido, desde que a empresa não esteja atrasando pagamentos aos seus fornecedores propositalmente e incorrendo em despesas, devido aos juros incidentes sobre esses atrasos.

Se torna relevante relacionar o PMRV com o PMPC, para verificar a posição favorável ou desfavorável para a organização. Caso a empresa tenha pagado seus fornecedores em um prazo maior do que foi recebido com suas vendas, significa que, naquele determinado período, sua posição foi favorável. (WÜRCH; GONÇALVES, 2012).

2.1.6 Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro

De acordo com Alves (2018), o Ciclo Operacional (CO) é formado pelas atividades operacionais da empresa, referente ao período entre a compra dos estoques até o recebimento do caixa resultante das vendas. No mesmo contexto, segundo Matarazzo (2010), o Ciclo Operacional evidencia o período de investimento da organização, sendo representado pela soma entre o Prazo médio de rotação dos estoques (PMRE) e o Prazo médio de recebimento de vendas (PMRV), assim sendo:

Quadro 10 – Cálculo do Ciclo Operacional

$$\text{CO} = \text{PMRE} + \text{PMRV}$$

Fonte: Adaptado de Modro, Famá e Petrokas (2012).

Conforme Martins (2018), o ciclo operacional tem a finalidade de propiciar uma visão do tempo utilizado pela empresa em cada etapa do processo produtivo, e volume de capital suficiente para sustentar financeiramente o prazo em relação a aquisição e a venda da mercadoria. No processo do Ciclo Operacional, está inserido tanto o Ciclo Econômico (CE) quanto o Ciclo Financeiro (CF). O investimento ocorre em todas as etapas do ciclo, porém só decorre o retorno efetivo perante a confecção e venda do produto ou mercadoria na conclusão do Ciclo Operacional. (MODRO, FAMÁ e PETROKAS, 2012).

Com base no Ciclo Operacional, pode-se calcular o Ciclo Econômico, que começa na aquisição da mercadoria ou matéria-prima, e se encerra no momento do recebimento da venda desta mercadoria ou produto. Em outras palavras, se refere ao período em que a mercadoria permanece na empresa. (HOJI, 2017). O Ciclo Econômico é calculado por:

Quadro 11 – Cálculo do Ciclo Econômico

$$CE = PMRE$$

Fonte: Adaptado de Modro, Famá e Petrokas (2012).

Calcular o Ciclo Econômico auxilia a empresa sobre o controle do seu estoque, pois o aumento ou a redução dos volumes de compras podem modificar consideravelmente o resultado. Vale ressaltar que, quanto menor esse ciclo, melhor para empresa, pois significará que a empresa consegue reverter tais produtos ou mercadorias em dinheiro para gerar receita de maneira rápida, assumindo seus custos e trazendo lucro para o negócio. (HOJI, 2017).

O Ciclo Financeiro (CF), ou de caixa, tem início sobre o primeiro desembolso e encerra com o recebimento da venda. Vale ressaltar, se caso a empresa efetuar pagamentos sobre custos ou despesas após o recebimento da venda, somente nesse momento irá terminar o Ciclo Financeiro. (HOJI, 2017). Esse ciclo abrange todo o Ciclo Operacional, subtraindo o Prazo Médio de Pagamento das Compras (PMPC), assim sendo:

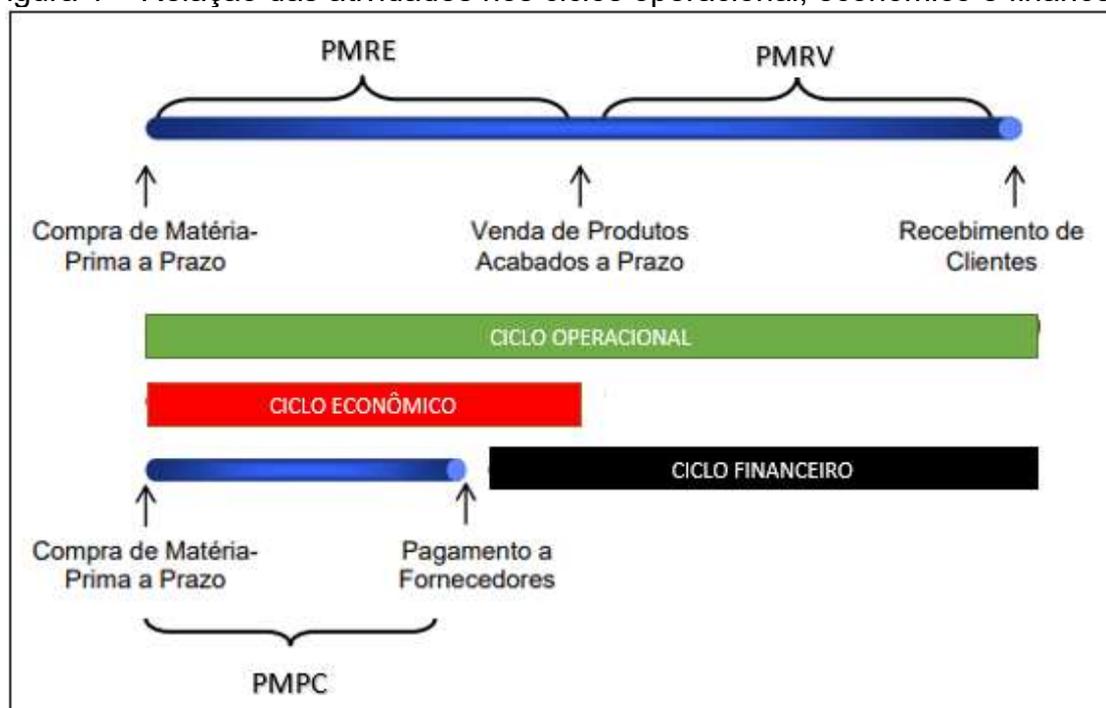
Quadro 12 – Cálculo do Ciclo Financeiro

$$CF = PMRE + PMRV - PMPC$$

Fonte: Adaptado de Modro, Famá e Petrokas (2012).

O Ciclo Financeiro retrata o tempo esperado pela organização para os pagamentos e os recebimentos de clientes. Dessa forma, quanto maior o resultado obtido, pior para a empresa, uma vez que utilizará o financiamento por um período mais longo, por conseguinte, tendo um custo mais elevado pelo seu uso. (ALVES, 2018). Tendo conhecimento dos três ciclos, a Figura 1 demonstra a relação entre eles:

Figura 1 – Relação das atividades nos ciclos operacional, econômico e financeiro



Fonte: Adaptado de Sato (2007).

Os recursos aplicados na produção de bens e serviços, pelo ponto de vista financeiro, são denominados capital circulante e, na linguagem contábil, correspondem ao grupo do balanço patrimonial ativo circulante. Nesse sentido, pode-se concluir que o ativo circulante se torna a expressão monetária do ciclo operacional de uma organização, tratado financeiramente como capital de giro. Ou seja, a gestão do capital de giro corresponde à gestão dos elementos do capital de giro da organização. (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

2.1.7 Indicadores de Endividamento

Os indicadores de estrutura ou de endividamento utilizados na análise das demonstrações contábeis têm como finalidade apreciar o nível de endividamento das organizações. Estes quocientes relacionam as fontes de fundos entre si, com o objetivo de retratar a relação de capital próprio com o capital de terceiros. (IUDÍCIBUS, 2017). Para Lins e Francisco Filho (2012), os indicadores medem a participação do capital de terceiros e de capital próprio sobre o financiamento total das atividades da entidade.

De acordo com Marion (2019), os indicadores de endividamento demonstram a qualidade e quantidade da dívida, isto é, o quanto de participações de terceiros a organização retêm, e a exigibilidade da dívida. Complementando, Gitman (2010) expõe que a situação do endividamento da organização aponta o quanto de dinheiro de terceiros é utilizado para geração de lucros.

O índice de Endividamento Geral (EG), tem como objetivo demonstrar o quanto os recursos de terceiros representam sobre o total aplicado na organização, ou seja, quanto do capital total é financiado por terceiros. (ALVES, 2018). Sendo assim, seu cálculo consiste em dividir o capital de terceiros pelo ativo total, conforme fórmula descrita abaixo:

Quadro 13 – Fórmula para Endividamento Geral

$$EG = \left(\frac{\text{CAPITAL DE TERCEIROS}}{\text{ATIVO TOTAL}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Alves (2018).

O resultado obtido sobre o cálculo do endividamento geral será o valor captado de terceiros para cada R\$ 100,00 investido na empresa. (BRUNI, 2014). Avaliar o EG da organização colabora para a análise de seu desempenho, uma vez que se utiliza de capital de terceiros para satisfazer suas necessidades de capital de giro, ou ainda, para imobilização. Contudo, a excessiva captação de recursos de terceiros, faz com que a empresa se torne vulnerável às atividades de negócio, pois os encargos financeiros afetam o lucro da empresa. (SAVYTZKY, 2010). Por outro lado, a participação de capitais de terceiros se torna favorável para organização, contanto que não apresente uma situação de liquidez insustentável sobre determinado período. (PADOVEZE, 2011).

Outro indicador aplicado para analisar o endividamento da organização é o índice de Participação de Capital de Terceiros (PCT), que retrata quanto a empresa possui de capital de terceiros para cada R\$ 100,00 de capital próprio. (BRUNI, 2014). Nesse sentido, a PCT pode ser apresentada da seguinte forma:

Quadro 14 – Fórmula para Participação de Capital de Terceiros

$$PCT = \left(\frac{\text{CAPITAL DE TERCEIROS}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Bruni (2014).

De acordo com Matarrazo (2010), quanto menor a participação de capital de terceiros, melhor para empresa, pois menor será o endividamento e maior será a folga financeira para tomada de decisão. Complementando, Bruni (2014, p. 154) descreve que:

De forma similar ao índice de endividamento, sob a ótica da solvência, a relação entre capitais de terceiros e dos sócios seria do tipo quanto maior, pior. Porém, não podemos esquecer os efeitos da alavancagem sobre a performance dos capitais próprios. Maior endividamento implica na possibilidade de maior retorno, associada a maior risco. (BRUNI, 2014, p. 154).

Contudo, Iudícibus (2017) cita que muitas empresas entram em falência por apresentarem, durante um longo período, altos quocientes de participação de capital de terceiros. Com o índice de Composição do Endividamento (CE), é possível verificar quanto da dívida total (passivo circulante + passivo não circulante) junto a terceiros é exigível no curto prazo (passivo circulante), ou seja, quanto a empresa terá de desembolsar no curto prazo para cada R\$ 100,00 do total das obrigações existentes. (RIBEIRO, 2015; MARTINS, 2018). A fórmula para obtenção desse índice é a seguinte:

Quadro 15 – Fórmula para Composição do Endividamento

$$CE = \left(\frac{\text{PASSIVO CIRCULANTE}}{\text{CAPITAL DE TERCEIROS}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Martins (2018).

Conforme Almeida (2019, p.146), quanto menor o resultado desse índice, melhor para organização, uma vez que “[...] o passivo circulante pressiona mais a liquidez da entidade, em função do seu vencimento em até 12 meses após a data do balanço patrimonial”. Nesse sentido, as empresas, principalmente as que estiverem em período de expansão, devem procurar financiamento de longo prazo, para que assim, tenha condições de amortizar suas dívidas. (IUDÍCIBUS, 2017).

O índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) é outra forma de analisar o endividamento da empresa, esse indicador retrata a quantidade de recursos do Patrimônio Líquido (PL) alocados no ativo Imobilizado, investimento e intangível. Isto é, quanto a organização imobilizou no Ativo Fixo para cada R\$ 100,00 de PL. (BRUNI, 2014). Para apuração do índice IPL é utilizado o seguinte cálculo:

Quadro 16 – Fórmula para Imobilização do Patrimônio Líquido

$$IPL = \left(\frac{\text{ATIVO INVESTIMENTO} + \text{ATIVO IMOBILIZADO} + \text{ATIVO INTANGÍVEL}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Ribeiro (2015).

De acordo com Marques, Carneiro Júnior e Kühl (2015), se o percentual de imobilização do PL for inferior a 100, significa que o PL sozinho financia todas as imobilizações, e ainda obtendo sobra para financiamento de outros ativos. Por outro lado, quando o percentual for maior que 100, significa que as imobilizações foram financiadas por capital de terceiros e exigíveis. Seguindo o mesmo contexto, Almeida (2019) cita que caso a empresa esteja utilizando capitais de terceiros para financiar seus ativos fixos, sendo esses capitais de terceiros de curto prazo, o endividamento poderia agravar sérios problemas financeiros a organização, uma vez que teria que pagar dívidas de curto prazo com ativos de realização de longo prazo.

O índice de Imobilização dos Recursos Não Correntes (IRNC) mede o nível de imobilização dos recursos de longo prazo, sendo estes recursos, tanto terceiros quanto próprios, isto é, quanto a entidade investiu no seu Ativo Fixo para cada R\$ 100,00 de passivo não circulante mais patrimônio líquido. (RIBEIRO, PEREZ JUNIOR, BEGALLI, 2015). A fórmula para obtenção do índice é a seguinte:

Quadro 17 – Fórmula para Imobilização dos Recursos Não Correntes

$$IRNC = \left(\frac{\text{ATIVO INVESTIMENTO} + \text{ATIVO IMOBILIZADO} + \text{ATIVO INTANGÍVEL}}{\text{PASSIVO NÃO CIRCULANTE} + \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Hoji (2017).

Ribeiro (2015) indica que este percentual não pode ser superior a 100, para que não haja obrigações de curto prazo financiando o Ativo Fixo. Ou seja, quanto menor o indicador, mais positiva é a situação da empresa. Caso contrário, se esse índice apresentar percentual maior que 100, a empresa poderá passar por sérios problemas de solvência, um sinal de desequilíbrio financeiro. (MARTINS, MIRANDA, DINIZ, 2014).

2.1.8 Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade

O grupo de indicadores de lucratividade e rentabilidade possibilitam a avaliação das taxas de retorno obtidas pela organização sob diversos aspectos. Eles analisam os lucros auferidos da empresa em relação aos investimentos feitos, apresentando quanto o capital investido rendeu para empresa, demonstrando assim, qual a sua situação econômica. (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

Esses indicadores são quantitativos, calculados com base em valores extraídos da Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) e do Balanço Patrimonial. O intuito é facilitar uma análise gerencial acerca da capacidade da organização de gerar retornos. (RIBEIRO, 2020).

Os indicadores básicos de rentabilidade e lucratividade são: Margem Bruta, Margem Operacional, Margem Líquida, Retorno sobre o Ativo e Retorno sobre Patrimônio Líquido. (ASSAF NETO, 2019). De acordo com Hoji (2017), a Margem Bruta (MB) indica quanto a empresa obtém de Lucro bruto para cada \$ 100,00 de receita líquida. Sendo calculada por:

Quadro 18 - Fórmula para Margem Bruta

$$MB = \left(\frac{\text{LUCRO BRUTO}}{\text{VENDAS LÍQUIDAS}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Perez Junior e Begalli (2015).

Esse indicador retrata quanto a empresa obteve de lucro na operação em relação às vendas líquidas. Assim, é possível mensurar sua eficiência no processo de produção. (LINS, FRANCISCO FILHO, 2012).

A Margem Operacional (MO) mede o lucro antes das deduções dos juros e impostos, ou seja, mede o retorno sobre a vendas da organização sobre determinado exercício, após as deduções de todos os custos e despesa, e antes de serem feitas as deduções dos juros e dos impostos. (GITMAN, 2010). Resumidamente, a MO é um índice do tipo quanto mais alto, melhor, pois mais lucrativa a operação da empresa demonstra estar em determinado período. (BRUNI, 2014). A MO pode ser calculada da seguinte forma:

Quadro 19 – Fórmula para Margem Operacional

$$MO = \left(\frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{VENDAS LÍQUIDAS}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Alves (2018).

De acordo com Alves (2018), o resultado obtido pelo índice MO, retratará qual a representatividade do lucro operacional para cada R\$ 100,00 de receitas auferidas. A Margem Líquida (ML), para Perez Júnior e Begalli (2015), tem como objetivo verificar a capacidade da empresa em gerar lucros, comparando com a receita líquida de vendas. Nesse sentido, é possível concluir que quanto mais elevada a margem de lucro líquida, melhor a situação financeira da empresa. (GITMAN, 2010). Ela pode ser calculada por:

Quadro 20 – Fórmula para Margem Líquida

$$ML = \left(\frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{VENDAS LÍQUIDAS}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Bruni (2014).

A apuração da Margem Líquida verifica qual a representatividade do lucro líquido para cada R\$ 100,00 com receitas de vendas. Ou seja, o quanto a empresa gerou de lucros comparando com a receita líquida de vendas. (ALVES, 2018).

Para Matarazzo (2010), o Retorno sobre o Ativo (Return on Assets, na sigla em inglês ROA) evidência quanto a organização auferiu de lucro líquido em relação ao seu ativo total. Ele indica o retorno gerado por cada R\$ 100,00 investidos pela companhia em seus ativos. (ASSAF NETO, 2019). O ROA é calculado de acordo com a seguinte expressão:

Quadro 21 - Fórmula para Retorno sobre o Ativo

$$ROA = \left(\frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{ATIVO TOTAL}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Alves (2018).

Por meio do cálculo do ROA a empresa poderá verificar a rentabilidade na utilização de seus ativos. O resultado obtido retrata o quanto cada investimento em ativos trouxe de lucro. Dessa forma, quanto maior o percentual auferido, melhor para organização, pois significa que os lucros são aptos de manter seus ativos,

conseqüentemente, indica que a empresa obtém uma gestão financeira adequada no que se refere aos seus ativos. (ALVES, 2018).

O Retorno sobre Patrimônio Líquido (Return on Equity, na sigla em inglês ROE), é um índice que expressa a capacidade de agregar valor de uma organização a partir de seus próprios recursos e de terceiros. De modo geral, esse índice retrata quanto de lucro a empresa gera com o dinheiro investido pelos acionistas. (BRUNI, 2014). Seu quociente pode ser calculado da seguinte forma:

Quadro 22 - Fórmula para Retorno sobre Patrimônio Líquido

$$ROE = \left(\frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}} \right) \times 100$$

Fonte: Adaptado de Marion (2019).

De modo geral, conforme Assaf Neto (2019), por meio do cálculo deste índice é possível mensurar o retorno dos recursos aplicados na organização por seus acionistas: para cada R\$ 100,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) aplicado na empresa, o quanto os acionistas obtêm de retorno. Nesse sentido, quanto mais alto o ROE, significa que maior lucro a empresa obteve em relação aos valores próprios investidos. (LINS, FRANCISO FILHO, 2012).

2.2 MODELO DINÂMICO DE ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

Segundo o site do Modelo Dinâmico de Fleuriet (2018), o modelo foi introduzido no Brasil entre os anos de 1970 e 1980, com base nos conceitos aplicados pelo professor francês Michel Fleuriet, que identificou o erro de várias empresas brasileiras ao analisarem o seu capital de giro. Essas empresas compreendiam que a necessidade de capital de giro variava no período de curto prazo e que seria capaz de ser financiado com as dívidas de curto prazo. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

De acordo com Fleuriet e Zeidan (2015), o modelo dinâmico supracitado inverte o conceito tradicional de capital de giro, que passa a financiar a longo prazo a necessidade de capital de giro. O modelo expõe que a análise financeira da organização seja elaborada por meio de uma base dinâmica, fornecendo subsídios para determinar com menores riscos as tendências futuras de um determinado negócio ou até mesmo de um setor de atividade, evidenciando as questões financeiras

de liquidez e privilegiando as análises dos equilíbrios dos fluxos monetários. O estudo do modelo requer uma reestruturação de balanço patrimonial em seus componentes de curto e longo prazo e por naturezas de transações, para que sejam extraídas medidas de liquidez e estruturas financeiras que evidenciem diferentes níveis de risco.

O balanço patrimonial deve ser reestruturado conforme a realidade dinâmica da organização, estabelecendo uma relação das contas do ativo e passivo de acordo com o tempo, verificando estado de permanente movimentação e fluxo constante de produção. Elabora-se a separação do balanço patrimonial em dois grupos, os vinculados a produção e vendas e o grupo dos demais pertinentes a atividade operacional. É imprescindível reclassificar as contas circulantes do balanço patrimonial em contas operacionais denominadas cíclicas, e em circulantes financeiras ou erráticas as contas não operacionais. Segundo o modelo, os grupos das contas do passivo e do ativo não circulantes e o patrimônio líquido, formam as contas estratégicas ou prementes. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

Na análise dinâmica, o ativo circulante errático são contas financeiras e o passivo circulante errático são as nascentes de financiamento, e outras operações que não estão de modo direto ligadas com o ciclo operacional da organização. Por outro lado, o ativo circulante cíclico é o investimento derivado da atividade operacional da entidade, já o passivo circulante cíclico é identificado como passivo de funcionamento, isto é, o que faz as atividades operacionais ocorrerem. Na Figura 2, demonstra-se a reclassificação do balanço patrimonial. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

Figura 2 – Reclassificação do Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVO	PASSIVO
ATIVO CIRCULANTE ATIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Caixa e Bancos Aplicações Financeiras Outras contas não operacionais	PASSIVO CIRCULANTE PASSIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Empréstimos e Financiamentos Debêntures Dividendos a Pagar Outras contas não operacionais
ATIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Clientes Estoques Outras contas operacionais	PASSIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Fornecedores Salários e Encargos Impostos Operacionais Outras contas operacionais
ATIVO PERMANENTE/LONGO PRAZO Realizável a Longo Prazo Investimentos Imobilizado Intangível	PASSIVO PERMANENTE/LONGO PRAZO Exigível a Longo Prazo Patrimônio Líquido

Fonte: Adaptado de Vieira (2008).

Através dessa reestruturação do balanço patrimonial, é possível calcular os indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet: Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG), e Saldo de Tesouraria (ST). No Quadro 25, apresentam-se os três indicadores que são a base do modelo. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

Quadro 23 - Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet

Indicador	Conceito
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	É a análise das fontes e aplicação dos recursos de curto prazo.
Capital de Giro (CG)	Saldo de financiamentos e investimentos no longo prazo.
Saldo em Tesouraria (ST)	Indica a situação financeira da empresa.

Fonte: Adaptado de Vieira (2008).

O conceito de Capital de Giro (CDG), no modelo dinâmico, passa a ser fonte e financiamento de longo prazo para Necessidade de Capital de Giro (NCG), ou seja, o modelo inverte a lógica do conceito de CDG, onde se evidencia a NCG como uma obrigação de financiamento contínuo, vinculado de forma direta as operações da organização. O indicador Saldo em Tesouraria (ST) é aplicado para mensurar o risco

de liquidez da empresa. Este modelo de análise serve de grande utilidade para verificar a análise de liquidez da empresa, a saúde operacional, como também o gerenciamento dos ciclos financeiros, possibilitando para companhia tomar decisões estratégicas perante a estrutura de capital da empresa. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

2.2.1 Necessidade de Capital de Giro

De acordo com Matarazzo (2010, p. 283): “A Necessidade de Capital de Giro é a chave para a administração financeira de uma empresa”. De maneira geral, a Necessidade de Capital de Giro (NCG) surge quando as saídas de caixas ocorrem antes das entradas de caixa, ou seja, uma falta de sincronização dos recebíveis da organização com suas saídas, havendo assim, uma necessidade de a empresa fazer aplicação permanente de fundos para financiar o seu ciclo operacional. (MATIAS, 2007).

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) depende da natureza do negócio da empresa, em que delimita o seu ciclo financeiro, e depende do nível de atividade do negócio da empresa em função das vendas, tornando sensível as alterações que acontecem no ambiente econômico. Por exemplo, em parte das empresas do setor industrial, adquire-se a matéria-prima e o insumo, em seguida ocorre a transformação em produto pronto para se colocar à venda. Neste sentido, a saída de caixa costuma acontecer antes das entradas sobre os recebíveis consequente das vendas do produto pronto. Esse exemplo de situação gera a necessidade de utilização permanente em fundos. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015). O indicador Necessidade de Capital de Giro (NCG) pode ser expressa pela fórmula abaixo:

Quadro 24 - Fórmula para Necessidade de Capital de Giro

$$\text{NCG} = \text{ATIVO CÍCLICO} - \text{PASSIVO CÍCLICO}$$

Fonte: Adaptado de Martins (2018).

A diferença positiva entre o ativo circulante cíclico e o passivo cíclico significa que há Necessidade de Capital de Giro (NCG), pois os elementos do passivo cíclico são insuficientes para financiar os elementos do ativo cíclico. A Necessidade de Capital de Giro diminuí quando as contas do ativo cíclico reduzem, ou com o aumento das contas do passivo cíclico, podendo apresentar uma Necessidade de Capital de

Giro negativa, em que se consegue financiar com os passivos cíclicos todos os seus ativos cíclicos. (MARTINS, 2018). Os autores Fleuriet e Zeidan (2015) ressaltam que, em casos raros, a NCG pode ser negativa, quando as saídas de caixas de uma empresa ocorrem depois das entradas de caixa.

Os recursos operacionais de giro da organização correspondem ao passivo circulante operacional. Caso os mesmos não sejam suficientes para financiar o ativo circulante operacional da empresa, tem-se a necessidade de buscar recursos externos. Tais recursos podem ser provenientes de proprietários da empresa ou de terceiros. Os recursos de terceiros podem ser no período de curto prazo ou de longo prazo, no curto prazo pode-se pegar como exemplo, os descontos em duplicatas ou empréstimos bancários. De longo prazo, pode-se citar financiamentos bancários e, se referindo de empresas de capital aberto, os recursos de terceiros podem ser obtidos através de lançamentos de títulos no mercado. (MATIAS, 2007).

Quando a Necessidade de Capital de Giro (NCG), é financiada por recursos de curto prazo, geralmente empréstimos bancários, o risco de solvência aumenta, sendo ideal o financiamento da Necessidade de Capital de Giro por recursos permanentes, uma vez que, dessa maneira, nenhum problema a curto prazo prejudicará a empresa. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). A seguir, apresenta-se outro indicador do Modelo Dinâmico de Fleuriet, o Capital de Giro.

2.2.2 Capital de Giro

Para o desenvolvimento da organização e o giro dos seus negócios, se faz necessário fazer investimentos nas suas operações, pela qual normalmente reflete em Necessidade de Capital de Giro (NCG), que abala diretamente suas vendas e o perfil do ciclo financeiro da empresa. Tais investimentos estão relacionados a atividade operacional, estando assim, em constante renovação, transformando-se um investimento contínuo e de longo prazo que financia as contas operacionais ou cíclicas da organização. (VIERIA, 2008).

Complementando, de acordo com Vieira (2018), a finalidade da gestão do Capital de Giro (CDG) da empresa é reduzir o período em relação ao desembolso com a compra de materiais e os recebíveis decorrente das vendas. Nesse sentido, a relevância do capital de giro se torna fundamental, a curto prazo, para a saúde financeira da empresa e, a longo prazo, para sua continuidade. Para ressaltar a

importância do Capital de Giro, Souza (2015, p.130), cita que “cerca de 60% do tempo de um gestor financeiro é dedicado à gestão do capital de giro”.

O Capital de Giro (CDG) é classificado como um conceito econômico-financeiro. No modelo dinâmico, ele é considerado uma fonte permanente de recursos para a entidade financiar sua Necessidade de Capital de Giro (NCG). É aconselhável que somente parte da quantia seja aplicada para financiar a Necessidade de Capital de Giro, sendo a outra quantia utilizada para financiar recursos permanentes, as contas não operacionais ou cíclicas do ativo, como máquinas, equipamentos, terrenos, entre outros, podendo manter a compatibilidade entre os aspectos temporais das fontes e aplicações operacionais. (VIEIRA, 2008; FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

Apresentar uma Necessidade de Capital de Giro positiva significa que a empresa terá que fazer aplicações de recursos permanentes e de longo prazo, pelas quais devem ser financiadas com recursos de longo prazo. Nesse sentido, com a reorganização do balanço patrimonial por meio do Modelo Dinâmico de Fleuriet, essa fonte de recursos é calculada pela subtração do ativo permanente, aplicações de longo prazo, e o passivo permanente, fontes de longo prazo, resultando assim, o Capital de Giro (CDG). (VIEIRA, 2008). Dessa maneira, a fórmula do Capital de Giro pode ser assim expressa:

Quadro 25 - Fórmula para Capital de Giro

$\text{CDG} = \text{ATIVO PERMANENTE} - \text{PASSIVO PERMANENTE}$
--

Fonte: Adaptado de Fleuriet e Zeidan (2015).

O Capital de Giro (CDG) pode apresentar valores negativos, nulo ou positivos. Quando positivo, representa que os recursos de longo prazo financiam o ativo não circulante ou permanente e, também o ativo circulante. Por outro lado, quando negativo, significa que há recursos de curto prazo financiando ativos não circulantes, ocasionando um elevado risco de insolvência.

A empresa também pode desenvolver-se sob a condição de que sua Necessidade de Capital de Giro (NCG) seja negativa. O Capital de Giro nulo indica que a empresa não precisa de recursos de longo prazo para encobrir suas aplicações de longo prazo, nem apresenta excesso de fontes de financiamento de longo prazo que poderiam ser aplicados na Necessidade de Capital de Giro. Nessa situação, de

Capital de Giro nulo, seria ideal que a Necessidade de Capital de Giro também fosse nula. (SATO, 2007).

Complementando, Fleuriet e Zeidan (2015) ressaltam a relevância de uma empresa assegurar um Capital de Giro (CDG) positivo, possibilitando para a empresa acobertar os riscos intrínsecos ao negócio, como clientes inadimplentes, perda de valor do estoque, entre outros, além de financiar sua Necessidade de Capital de Giro.

De acordo com Batistella (2006), quando o Capital de Giro (CDG) se apresenta maior que a Necessidade de Capital de Giro, significa que a organização pode ter equilíbrio financeiro, sendo que os investimentos e financiamento se encontram e sintonia, existindo recursos de longo prazo para financiar as necessidades de investimento no ativo operacional ou cíclico. Por outro lado, quando o Capital de Giro é menor que Necessidade de Capital de Giro, a empresa não apresenta equilíbrio financeiro, uma vez que as necessidades do ativo cíclico podem estar sendo financiadas de maneira expressiva com recursos de curto prazo, retratando uma desconformidade entre investimentos e financiamentos.

2.2.3 Saldo de Tesouraria

O Saldo de Tesouraria (ST) é obtido pela diferença entre o ativo errático e passivo errático, sinalizando a política financeira da empresa. Outra maneira de se obter o Saldo de Tesouraria é por meio da diferença do Capital de Giro e da Necessidade de Capital de Giro, quando já aplicado a reclassificação do balanço patrimonial de acordo com o Modelo Dinâmico de Fleuriet. (MARTINS, 2018). Nesse sentido, a fórmula do Saldo de Tesouraria pode ser assim expressa:

Quadro 26 - Fórmula para Saldo de Tesouraria

$ST = \text{ATIVO ERRÁTICO} - \text{PASSIVO ERRÁTICO}$
--

Fonte: Adaptado de Fleuriet e Zeidan (2015).

De acordo com Martins (2018), se a empresa apresentar um saldo positivo, significa que se tem disponibilidade de recursos para assegurar a liquidez no curto prazo. Vieira (2008) complementa que o Saldo de Tesouraria positivo indica que a companhia dispõe de um excedente para utilizações de aplicações de curto prazo, ou seja, toda a sua demanda operacional está sendo financiada de forma integral com

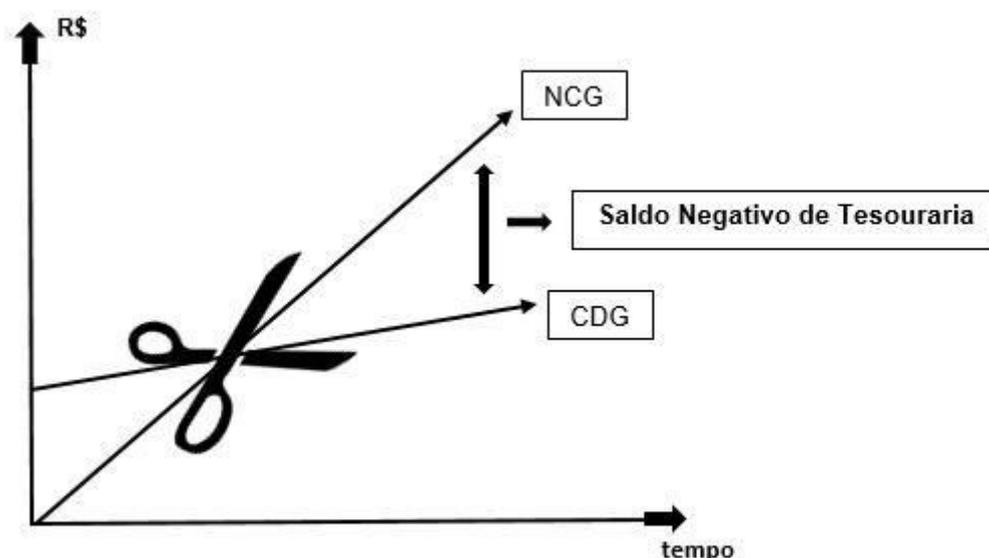
recurso a longo prazo. Por outro lado, Fleuriet e Zeidan (2015) ressaltam que o Saldo de Tesouraria positivo elevado pode não significar condições desejáveis, pois pode acontecer da empresa não estar aproveitando as oportunidades de investimento proporcionais à estrutura financeira.

Matias (2018) indica que, quando o Saldo de Tesouraria é negativo, a empresa está propensa a evidenciar dificuldades financeiras iminentes, ainda mais se a situação for recorrente. As empresas que operam com Saldo de Tesouraria (ST) negativo, conforme Fleuriet e Zeidan (2015), apresentam uma estrutura financeira ineficaz, evidenciando uma dependência excessiva de empréstimos a curto prazo, o que de fato é preocupante pela possibilidade de levá-las ao estado de insolvência. A necessidade de obtenção de recursos externos, normalmente empréstimos, quando captados a curto prazo, as empresas podem passar por grandes dificuldades para resgatá-los ou renová-los, uma vez que os bancos podem recusar o fornecimento de crédito por motivos variados. Ou até mesmo, de acordo com orientações do Banco Central, efetuarem análises de estruturas das entidades antes de liberar o crédito, não os concedendo, pelo risco de insolvência alto.

Quando as empresas se deparam com períodos de recessão econômica a situação se torna mais dificultosa, uma vez que, no momento de retomar as atividades depois de um período de recessão, a necessidade da organização se eleva avultosamente à Necessidade de Capital de Giro, tendo em vista que, nessas condições, o autofinanciamento não se torna suficiente para cobrir sua Necessidade de Capital de Giro. Tal situação faz com que as empresas sejam obrigadas a captar recursos de terceiros, como aumento de capital social ou empréstimos, o que torna desfavorável, devido as circunstâncias. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Se os fundos não forem obtidos, a sobrevivência das empresas poderá estar ameaçada. Conseqüentemente, devido a esses fatos, o Saldo de Tesouraria das empresas se apresenta cada vez mais negativo, com a alta das vendas pós recessão, a Necessidade de Capital de Giro irá aumentar mais que seu autofinanciamento consegue suportar, e a organização não será capaz de aumentar seu Capital de Giro com recursos externos, apresenta-se então o Efeito Tesoura, assim conceituado esse crescimento negativo do Saldo de Tesouraria. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). A Figura 3 apresenta o efeito tesoura:

Figura 3 – Gráfico do efeito tesoura



Fonte: Adaptado de Matias (2007).

Com base na Figura 3, pode-se afirmar que o Saldo de Tesouraria é negativo, pela qual apresenta o distanciamento existente entre a Necessidade de Capital de Giro e o Capital de Giro. Em outras palavras, a diferença correspondente entre ativo errático e passivo errático, onde não existirá folga financeira, denominado Efeito Tesoura, que pode servir como um aviso de tendência de insolvência de uma organização. (SILVA, 2010). Para o autor Matias (2007), é possível explicar a demonstração da Figura 3 com base em dois momentos: o primeiro é demonstrando que, em determinado período, a Necessidade de Capital de Giro se mostrou inferior ao Capital de Giro, citando a subsistência de passivos de longo prazo financiando a Necessidade de Capital de Giro, visto como saudável em aspectos de liquidez da empresa. No segundo momento, se apresenta o acontecimento de um desequilíbrio na gestão do Capital de Giro, devido ao mesmo passar a ser inferior perante a Necessidade de Capital de Giro, provocando de forma direta no Saldo de Tesouraria negativo, considerado um risco de liquidez para a organização.

Com base nos indicadores demonstrados pelo Modelo Dinâmico de Fleuriet, se torna possível verificar as empresas financeiramente, podendo analisá-las conforme cada indicador apresentado. Em seguida, será apresentado as estruturas financeiras que uma companhia pode apresentar.

2.2.4 Tipos de Estruturas Financeiras nas Empresas

Com base nas variáveis chaves do Modelo Dinâmico de Fleuriet, vistas anteriormente, os autores Fleuriet e Zeidan (2015) apresentam seis tipos de perfil conjuntural e estrutural de empresas, por meio das análises dos indicadores do modelo dinâmico e seus saldos. Porém, vale ressaltar que, em 1978, Fleuriet havia identificado inicialmente quatro estruturas, e fazendo menção de mais duas, posteriormente estudadas por Braga (1991). O Quadro 29 apresenta as estruturas financeiras das empresas conforme o modelo dinâmico e a reclassificação das contas do balanço patrimonial.

Quadro 27 - Estruturas Financeiras de Empresas

TIPO	CDG	NCG	ST	Situação	Estrutura Financeira
TIPO1	POSITIVO	NEGATIVO	POSITIVO	CDG > NCG	EXCELENTE
TIPO 2	POSITIVO	POSITIVO	POSITIVO	CDG > NCG	SÓLIDA
TIPO 3	POSITIVO	POSITIVO	NEGATIVO	CDG < NCG	INSATISFATÓRIA
TIPO 4	NEGATIVO	POSITIVO	NEGATIVO	CDG < NCG	PÉSSIMA
TIPO 5	NEGATIVO	NEGATIVO	NEGATIVO	CDG < NCG	MUITO RUIM
TIPO 6	NEGATIVO	NEGATIVO	POSITIVO	CDG > NCG	ALTO RISCO

Fonte: Adaptado de Fleuriet e Zeidan (2015).

O tipo 1 de estrutura financeira, classificada com excelente, tem a NCG negativa e apresenta excelente liquidez, uma vez que ambos os financiamentos permanentes possibilitam que as empresas mostrem ST positivo, dispondo boa reserva de caixa disponível. Na maioria dos casos, esse tipo de estrutura financeira é visto inclinada para baixos graus de riscos financeiros. (NEVES JÚNIOR, RODRIGUES; LEITE, 2011; VIEIRA, 2008).

No tipo 2, classificada com sólida, tem a NCG positiva e retrata uma aplicação de recursos a curto prazo, mostrando que a NCG é financiada pelo CDG, fazendo com que se torne uma situação sólida. É uma estrutura financeira satisfatória pelo ponto de vista financeiro, uma vez que se verifica que há recursos de longo prazo aplicados a curto prazo. Utilizar fontes de financiamento de longo prazo para a NCG garante que a liquidez se encontre disponível quando necessária. (VIEIRA, 2008; NEVES JÚNIOR; RODRIGUES; LEITE, 2011; FRANCISCO, ROCHA, AMARAL, 2020).

No tipo 3 de estrutura financeira, classificada como insatisfatória, as empresas apresentam NCG e CDG positivos, utilizando parte do CDG e parte do ST para

financiar a NCG. Se torna insatisfatória a partir do momento que a variável CDG acaba não sendo suficiente para financiar toda a NCG, necessitando captar recursos de curto prazo, originários do ST. Esse tipo de estrutura é muito vulnerável, pois a qualquer instante as empresas podem se tornar inadimplentes. Por outro lado, mesmo tendo em vista o risco de liquidez das empresas deste perfil, elas demonstram bom índice de liquidez corrente. Isto é, através dos indicadores tradicionais elas são consideradas saudáveis, porém, quando analisadas pelo modelo dinâmico, podem apresentar grande risco de liquidez. (VIEIRA, 2008; NEVES JÚNIOR, RODRIGUES, LEITE, 2011; FLEURIET, ZEIDAN, 2015; FRANCISCO, ROCHA, AMARAL, 2020).

No tipo 4 de estrutura financeira, denominada péssima, as empresas apresentam uma NCG que necessita de financiamento, porém o CDG também apresenta necessidade de aplicação. Diante dessa situação, o ST se torna responsável em financiar a NCG e o CDG. Esse processo pode resolver o problema imediato de caixa, porém as empresas ficam vulneráveis, devido ao alto risco financeiro, ficando expostas a qualquer variação que possa acontecer em seus ambientes de negócios e financeiros, podendo até serem classificadas com insolvente. (VIEIRA, 2008; NEVES JÚNIOR, RODRIGUES, LEITE, 2011; FRANCISCO, ROCHA, AMARAL, 2020).

O tipo 5, classificada como muito ruim, apresenta CDG, NCG e ST negativos. Empresas que retratem CDG negativo estão propensas a riscos no caso de os prazos de pagamentos acertados com seus fornecedores mudarem repentinamente. Elas ficam expostas às flutuações da conjuntura econômica, concessão de créditos bancários e mercado financeiro. Nessa situação, as empresas devem buscar acréscimos em seus ativos de longo prazo por meio de aplicações de recursos a curto prazo. (VIEIRA, 2008; NEVES JÚNIOR, RODRIGUES, LEITE, 2011).

A NCG negativa possibilita que as empresas do tipo 6 mantenham o ST positivo, mesmo o CDG sendo negativo. Para empresas que apresentam este perfil, o risco de uma crise financeira é considerado menor do que empresas classificadas no tipo 4 ou tipo 5. De maneira geral, as empresas dessa estrutura financeira não são deficientes, mas envolvem riscos que precisam ser corretamente gerenciados, devido a dependência de recursos equivalente ao ciclo financeiro. (VIEIRA, 2008; FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Existem diferentes formas de análises da gestão do capital de giro, de análise econômico-financeiras de empresas, tornando-se relevante o estudo aprofundado de

cada um deles para escolher a que melhor se enquadre a situação em que o administrador busca analisar. No tópico a seguir, faz-se uma revisão empírica sobre o tema.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Levando em consideração a importância do estudo da gestão do capital de giro e seus componentes, da análise econômico-financeira de empresas baseadas no modelo tradicional e o modelo dinâmico, é possível obter diversos estudos empíricos sobre o assunto. Observa-se, a seguir, o levantamento de dados selecionado para a sequência da pesquisa.

O acesso aos estudos deu-se por meio da utilização das ferramentas Google Acadêmico, Spell e Capes, que permitiu identificar os periódicos em que se encontram publicados. Para realização da pesquisa, foi utilizado material compatível com o presente trabalho e as seguintes palavras-chaves: análise econômico-financeira, modelo Fleuriet, modelo tradicional. O período em que foi realizado as pesquisas foi entre 9 de julho de 2020, 1 de agosto de 2020, 1 e 5 de outubro de 2020. O Quadro 30 apresenta alguns estudos realizados nos últimos cinco anos, que estão relacionados com o conteúdo da presente pesquisa.

Quadro 28 – Pesquisas realizadas em relação ao tema

Autor(es)/Ano	Objetivo do Estudo	Principais Resultados do Estudo
Barbosa et al. (2015)	Verificar a relação entre a lucratividade de 152 empresas listadas na BMF&Bovespa e as estratégias agressivas e conservadoras de administração do capital de giro.	Evidenciou-se que uma política mais agressiva sobre a gestão de financiamentos pode diminuir a lucratividade da organização, por outro lado, uma política conservadora pode aumentar a lucratividade.
Ambrozini et al. (2015)	Classificar os balanços patrimoniais das empresas brasileiras de capital aberto nos anos de 1996 a 2013 dentro das seis possíveis estruturas de capital de giro e, posteriormente, verificar	Entre os anos de 1996 e 2005, verificou-se que a estrutura predominante foi a “E”, a partir no ano de 2006 até 2013, a estrutura que passou a ser predominante entre as empresas

	se existem estruturas predominantes.	brasileiras analisadas foi a "C".
Silva et al. (2016)	Demonstrar a situação econômico-financeira, de empresas do setor elétrico listadas na BM&FBOVESPA, à luz do Modelo dinâmico de Fleuriet.	O desempenho econômico-financeiro das empresas do setor elétrico, listadas na BM&FBOVESPA, apresentam-se em suma maioria entre os tipos de balanços de estrutura financeira excelente e sólida.
Francisco, Rocha e Amaral (2020)	Analisar a estrutura financeira e a solidez das empresas listadas na BM&FBOVESPA, do ramo de calçados, no período de 2012 a 2016 mensuradas pelo modelo tradicional de liquidez e o modelo dinâmico de Fleuriet.	Identificou-se que metade das empresas analisadas apresentaram situação financeira péssima em todos os anos analisados, e o restante se mostrou sólida em todos os períodos, com exceção de apenas uma, que sofreu alteração a partir de 2014, passando a ser classificada com insatisfatória.

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

O estudo apresentado por Barbosa et al. (2015), dispôs como objetivo geral a verificação da relação entre a lucratividade das empresas listadas na Bovespa e as estratégias agressivas e conservadoras de administração de capital de giro. O estudo utilizou uma amostra de 152 empresas listadas na Bovespa entre os anos de 2000 e 2014, entre os mais variados setores da economia. Além disso, os dados foram analisados e organizados com fundamentação sobre a regressão simples e multivariada. Utilizou-se dos conceitos de política agressiva e conservadora dos autores Afza e Nazir (2007), onde a política pode ser verificada no volume de ativos circulantes e, na maneira de financiar esses ativos.

Os resultados obtidos no estudo elaborado por Barbosa et al. (2015) indicam que há relação positiva entre a política de investimento em capital de giro e a lucratividade do ativo total, do patrimônio líquido médio e final. Constatou-se, também, que a empresas apresentam relação negativa entre agressividade e o retorno do ativo e do patrimônio líquido, no que se refere as políticas de financiamento. Porém,

determinadas empresas apresentaram agressividade na política de financiamento e o retorno sobre o ativo acima da média, fazendo com que passassem a ter uma relação positiva.

O trabalho de pesquisa desenvolvido por Ambrozini et al. (2015) teve como objetivo classificar as empresas brasileiras de capital aberto segundo as diferentes estruturas patrimoniais das contas relacionadas ao capital de giro, à luz do modelo dinâmico, tendo como finalidade averiguar se houve uma estrutura predominante nas empresas analisadas, entre os anos de 1996 e 2013. O autor utilizou o método de pesquisa exploratório, que consistiu no levantamento bibliográfico sobre o tema, seguida por uma pesquisa documental com a coleta de dados das demonstrações contábeis das mais variadas empresas de capital aberto, entre os períodos de 1996 e 2013.

Para realizar o estudo, foram extraídos todos os dados necessários para efetuar os cálculos dos indicadores de capital de giro e dividendos, em seguida, foi feito a reclassificação das contas do balanço patrimonial, para conseguir realizar os cálculos das variáveis do modelo dinâmico. No trabalho de Ambrozini et al. (2015) verificou-se que no decorrer de quatorze anos analisados, parte das empresas brasileiras analisadas apresentaram saldos positivos de necessidade de capital de giro e capital de giro líquido, alterando somente o saldo de tesouraria que era predominantemente negativo até 2005, se tornando positivo a partir daquele ano.

Silva et al. (2016), buscou demonstrar a situação econômico-financeira de empresas do setor elétrico listadas na Bovespa, sob a ótica do Modelo de Fleuriet. A metodologia abordada no estudo foi de pesquisa bibliográfica sobre a temática e, documental com a coleta de dados das demonstrações contábeis consolidadas, entre os anos de 2010 e 2014, de doze empresas do setor elétrico brasileiro listadas na bolsa de valores, em diferentes níveis de governança. Os dados recolhidos foram tratados por meio da comparação das variáveis do modelo Fleuriet, sendo eles: Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro e Saldo de Tesouraria, por meio da correlação de Spearman, que serviu como teste suplementar para verificação de diferenças relevantes em relação a situação financeira. Outro teste utilizado foi o não paramétrico de Mann-Whitney, que serviu para comparar o desempenho econômico-financeiro entre os segmentos de governança Nível 1 e Nível 2.

Os resultados do estudo de Silva et al. (2016) indicaram que o desempenho econômico-financeiro das organizações do setor elétrico apresentou, na maioria,

estrutura financeira excelente e sólida. A diferença encontrada em relação a situação financeira e o segmento de nível de governança se mostrou uma significância estatística, isto é, média de respostas do segmento N2 possui diferenças significativas em relação ao N1.

O estudo apresentado por Francisco, Rocha e Amaral (2020) teve como objetivo geral analisar a estrutura financeira e solidez das empresas brasileiras do subsetor de tecidos, vestiário e calçados, precisamente do ramo de calçados listadas na Bovespa, entre os anos de 2012 e 2016, por meio da aplicação do modelo tradicional de liquidez e dinâmico de Fleuriet. A metodologia adotada no estudo desenvolvido por Francisco, Rocha e Amaral (2020) foi classificada como descritiva, onde se fez a coleta de dados das demonstrações financeiras das empresas analisadas referente aos anos de 2012 à 2016, para que fosse possível realizar os cálculos dos índices de liquidez do modelo tradicional, sendo eles: liquidez imediata, liquidez seca, liquidez geral e liquidez corrente, assim como as variáveis do modelo dinâmico, sendo eles: necessidade de capital de giro, capital de giro, saldo em tesouraria e o índice de liquidez dinâmico. Em seguida, com os resultados encontrados, buscou-se fazer uma análise conjunta dos indicadores de liquidez do modelo tradicional junto as variáveis do modelo dinâmico para averiguar a saúde financeira das empresas no curto prazo e longo prazo.

Os resultados obtidos pela pesquisa de Francisco, Rocha e Amaral (2020) identificaram que metade das empresas apresentaram situação financeira péssima em todos os anos analisados, a outra metade se mostrou sólida em todos os anos, com exceção de apenas uma que, a partir de 2014 até 2016, passou da classificação sólida para a insatisfatória. Tal alteração buscou ser justificada pelos autores, constatando-se que em 2014 a 2015 a empresa apresentou um aumento em suas atividades operacionais, assim como, crescimento em seu ativo não circulante de 2012 a 2014, vindo a ser traduzido em investimentos para o aumento de sua capacidade produtiva, aumentando assim, as atividades operacionais e receita. No próximo capítulo é apresentada a metodologia adotada nesta pesquisa, para que os objetivos propostos sejam alcançados.

3. METODOLOGIA

A pesquisa científica é embasada por métodos a serem seguidos, sendo eles procedimentos técnicos e intelectuais, para que desse modo sejam alcançados os objetivos propostos. A metodologia científica tem a utilidade como uma organização do estudo, onde se demonstra os passos a serem traçados para que se alcance os objetivos propostos. (PRODANOV, FREITAS, 2013).

No presente capítulo, são apresentados os procedimentos metodológicos aplicados para elaboração deste estudo, a partir da apresentação da classificação da pesquisa, a composição da população e a amostra, o processo de coleta, o tratamento e a análise dos dados e as limitações do método.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

De acordo com Prodanov e Freitas (2013), a classificação de uma pesquisa pode ser verificada quanto à natureza, aos objetivos, aos procedimentos técnicos e quanto a abordagem do problema, portanto, para Prodanov e Freitas (2013) a presente pesquisa é classificada quanto:

- 1) à natureza: pesquisa aplicada, dado que provê uma solução do problema proposto;
- 2) aos objetivos: pesquisa descritiva, pois propõe-se relatar características da amostra, determinando relações entre as variáveis, demandando técnicas padronizadas de coleta de dados;
- 3) aos procedimentos técnicos: pesquisa documental, dado que se empregou dados das demonstrações contábeis dos períodos analisados da amostra definida, para aplicação do estudo;
- 4) à abordagem do problema: pesquisa qualitativa, no dado momento em que busca analisar e descrever a estrutura econômico-financeira retratada pela amostra, e quantitativa quando os dados encontrados são abordados estatisticamente para descrever os resultados entre as variáveis encontradas.

Com a finalidade de elucidar as características de cada classificação da pesquisa, alude-se as definições dos autores. Mascarenhas (2012) cita que a

pesquisa aplicada está relacionada a prática, onde os resultados sejam utilizados nas soluções de problemas. Segundo Prodanov e Freitas (2013), a natureza aplicada dirige a soluções de problemas específicos inteirando verdades e interesses locais.

As características da presente pesquisa se classificam como aplicada, dado que utiliza resultado das pesquisas teóricas para relacionar com a finalidade prática em questão, fornecendo assim, uma solução prática do problema proposto, isto é, provê dados a serem analisados para discussão e análise econômico-financeira da amostra definida, por meio da utilização do modelo tradicional e o modelo dinâmico de Fleuriet.

Quanto aos objetivos, a pesquisa descritiva adotada neste trabalho, configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não se torna muito preliminar como a pesquisa exploratória e não tão aprofundada como a pesquisa explicativa. (BEUREN, 2008). De acordo com Fonseca (2009), na pesquisa descritiva se busca descrever a realidade tal como ela se apresenta, onde os fatos são observados, registrados, analisados e ordenados, sem a manipulação ou interferência do pesquisador.

A pesquisa documental é uma fonte de materiais que ainda não receberam tratamento analítico, ou seja, documentos de fontes primárias. Tais documentos podem ser oficiais, diários, reportagens, entre outros. Os mesmos podem ser elaborados de acordo com os objetivos da pesquisa. (LAKATOS; MARCONI, 2010). No presente estudo a fonte documental foram as demonstrações contábeis dos períodos analisados da amostra definida, para aplicação do estudo. Vale ressaltar que, para um melhor desempenho e credibilidade do estudo, foi verificado todo o material pesquisado, tendo em conta sua origem e fonte, buscando informações econômicas e financeiras reais das empresas estudadas.

Quanto a abordagem do problema, a pesquisa se classifica como de abordagem quantitativa e qualitativa. A qualitativa que tem como finalidade interpretar os estudos levantados, e a quantitativa traduz em números as concepções e informações que foram classificados e analisados. (PRODANOV, FREITAS, 2013).

Segundo Beuren (2008), a abordagem quantitativa busca garantir a exatidão dos resultados, evitando assim, distorções de análises e interpretações, proporcionando uma margem de seguridade em relação as interferências efetuadas. A análise quantitativa acontece nesta pesquisa quando se avaliou por meio da aplicação dos modelos tradicional e dinâmico, os resultados obtidos sobre a situação econômico-financeira de cada empresa analisada.

A abordagem qualitativa propõe-se retratar características não verificadas através de um estudo quantitativo, obtendo assim, uma análise completa da pesquisa realizada. Conforme se fez nessa pesquisa, a análise qualitativa acontece ao se analisar a situação econômico-financeira das empresas analisadas por meio da aplicação dos modelos tradicional e dinâmico e seus resultados, com a finalidade de fazer uso de observações e comentários para se chegar a uma conclusão. (BAUREN, 2008).

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Determina-se como universo de estudo 19 empresas listadas na B3, categorizadas como consumo cíclico no subsetor econômico de tecidos, vestuário e calçados. A presente pesquisa não compreende a totalidade do universo, assim sendo, foi investigada parte da população, por intermédio da utilização de uma amostra. A amostra abrange uma parte dos elementos ou da população em relação a uma pesquisa. Ela pode ser classificada como probabilística ou não probabilística. (BEUREN, 2008).

De acordo com Prodanov e Freitas (2013), a amostra não probabilística pode provir uma generalização estatística, pelo motivo de sustentar-se em cálculo estatístico. Por outro lado, a amostra não probabilística faz uso do raciocínio, em conformidade exclusiva dos critérios do pesquisador para construção da amostra, sendo composta de maneira acidental ou intencional, não possibilitando a generalização dos resultados obtidos. (BEUREN, 2008; PRODANOV, FREITAS, 2013).

Na pesquisa, foi utilizada uma amostra não probabilística por acessibilidade e conveniência, uma vez que os instrumentos de pesquisa utilizados fazem com que o pesquisador obtenha acesso e admita, desta maneira, representar o universo. (PRODANOV, FREITAS, 2013). Determina-se como amostra do estudo quatro empresas categorizadas como consumo cíclico no subsetor econômico de tecidos, vestuário e calçados, especificamente no segmento de calçados, listadas na B3 e analisadas entre os anos de 2015 e 2019. A partir desse recorte, foi possível efetuar os cálculos dos índices do modelo tradicional e do modelo dinâmico.

Essas empresas foram escolhidas por serem as únicas representantes do segmento de calçados de capital aberto, com importante representatividade no

mercado de trabalho brasileiro por englobar inúmeras áreas de serviço. Também se encontra em situação de desenvolvimento, principalmente entre os períodos analisados no presente trabalho. (ABICALÇADOS, 2019). O Quadro 30 retrata as empresas que compreendem a amostra do presente estudo, a atividade principal e patrimônio líquido apresentado em 2019 de cada uma delas, com base nas informações constantes no site da B3.

Quadro 29 – Empresas que compõem a amostra coletada

Empresa	Atividade Principal	Patrimônio Líquido R\$ (mi)
ALPARGATAS S.A.	Indústria e comércio de calçados e artigos esportivos.	2.734.592
CAMBUCI S.A.	Fabricação de artefatos de couro não especificados anteriormente	73.974
GRENDENE S.A.	Fabricação de calçados em geral.	3.682.436
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Representantes comerciais e agentes do comércio de têxteis, vestuário, calçados e artigos de viagem.	1.087.428

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em B3 (2020).

A escolha desta amostra foi do tipo intencional, dentro do setor de consumo cíclico de empresas listadas na B3, atuantes no subsetor econômico de tecidos, vestuário e calçados, sendo o segmento de calçados, pelo motivo de despertar curiosidade da autora desta pesquisa referente ao desempenho econômico-financeiro destas empresas nos anos de 2015 a 2019, devido ao mercado calçadista brasileiro se mostrar, historicamente, com economia forte. Porém, nos últimos tempos vem enfrentando instabilidades econômicas e quedas nos seus indicadores de desempenho, principalmente no âmbito internacional, devido aos fortes concorrentes asiáticos.

3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

Para o presente estudo, foram utilizados documentos e banco de dados para realizar a análise de dados, cuja finalidade é constatar os procedimentos adotados pelo pesquisador para obtenção de informações a partir da amostra. Os dados

coletados referem-se ao universo da pesquisa: as 4 empresas listadas na B3 do segmento econômico de calçados. A partir da coleta de dados e posterior análise, busca-se responder ao problema de pesquisa proposto e, conseqüentemente, atingir os objetivos do estudo. (PRODANOV, FREITAS, 2013).

Foi coletado, através do site da B3, as demonstrações contábeis a partir do balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício nos anos de 2015 a 2019. Após, foi necessário organizar e transformar a coleta de dados em informações que amparem a pesquisa, visando atingir os objetivos propostos. Analisar os dados representa trabalhar como todos os materiais coletados no decurso do processo de investigação para o desempenho eficaz de interpretação. (BEUREN, 2006).

Para tratamento de dados quantitativos, os valores das contas originais das demonstrações contábeis foram ajustados para a data de 31 de dezembro de 2019, ou seja, os valores referentes aos anos de 2015, 2016, 2017 e 2018 foram ajustados para os valores de 2019. Segundo Vertes e Wurch (1983), para uma análise comparativa de valores históricos, recomenda-se como nivelador o índice geral de preços. Portanto, para elaboração do ajuste, utilizou-se o fator de conversão calculado, com base no índice geral de preços da Fundação Getúlio Vargas, conforme tabela abaixo:

Tabela 1 – Fator de Ajuste

ANO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Fator para ajuste
2015	562,48	564,00	569,54	576,18	578,52	582,40	586,43	588,04	593,61	604,83	614,05	562,48	1,349575631
2016	624,06	632,11	635,35	637,43	642,65	653,50	654,64	655,60	656,89	657,93	657,75	661,30	1,147901721
2017	665,54	666,10	666,20	658,90	652,76	648,41	643,77	644,38	647,40	648,67	652,07	657,86	1,153912921
2018	662,83	663,31	667,52	671,33	680,58	693,29	696,80	701,68	712,37	718,68	715,17	707,44	1,073039306
2019	707,49	713,75	722,71	729,35	732,60	738,42	741,35	736,40	736,36	741,33	743,56	759,11	

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Para o cálculo do ajuste, multiplicam-se os saldos das contas pelo fator de ajuste correspondente de cada ano. Os números índices de cada ano, denominados como fator para ajuste na tabela acima, significam que, para cada R\$ 1,00 em 2019 equivale a R\$ 1,3495 em valor de compra no ano de 2015, aproximadamente. Isto significa que houve um aumento inflacionário de 34,95% em quatro anos. (VERTES; WURCH, 1983).

Ainda sobre o tratamento de dados quantitativos, foi elaborado o cálculo dos indicadores do modelo tradicional das empresas analisadas, sendo eles: análise

horizontal, análise vertical, indicadores de liquidez, de atividade, endividamento, rentabilidade e lucratividade, pelos quais foram mencionados e evidenciados na fundamentação teórica, obtendo-se como base os demonstrativos anuais, especificamente a demonstração do resultado do exercício e o balanço patrimonial das empresas analisadas. Após os cálculos dos indicadores, por intermédio de planilhas, os mesmos foram colocados em tabelas para melhor visualização e compreensão dos resultados obtidos.

Para o cálculo das variáveis do modelo dinâmico de Fleuriet, sendo eles: capital de giro, necessidade de capital e saldo em tesouraria, fez-se a reclassificação do balanço patrimonial de cada empresa da amostra, sobre cada ano, em conformidade com o modelo dinâmico, seguindo a estrutura apresentada na Figura 4 como modelo.

Figura 4 - Balanço Patrimonial readequado conforme Modelo Dinâmico de Fleuriet

BALANÇO PATRIMONIAL			
ATIVO	Modelo Fleuriet	PASSIVO	Modelo Fleuriet
ATIVO CIRCULANTE FINANCEIRO ATIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Caixa e Bancos Aplicações Financeiras Outras contas não operacionais	ST ST ST ST ST	PASSIVO CIRCULANTE FINANCEIRO PASSIVO ERRÁTICO/CURTO PRAZO Empréstimos e Financiamentos Debêntures Dividendos a Pagar Outras contas não operacionais	ST ST ST ST ST
ATIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Clientes Estoques Outras contas operacionais	NCG NCG NCG NCG	PASSIVO CÍCLICO/OPERACIONAL Fornecedores Salários e Encargos Impostos Operacionais Outras contas operacionais	NCG NCG NCG NCG NCG
ATIVO NÃO CIRCULANTE/LONGO PRAZO Realizável a Longo Prazo Investimentos Imobilizado Intangível	CDG CDG CDG CDG	PASSIVO NÃO CIRCULANTE/LONGO PRAZO Exigível a Longo Prazo Patrimônio Líquido	CDG CDG CDG

Fonte: Adaptado de Fleuriet e Zeidan (2015).

Com base neste modelo, os dados contábeis do balanço patrimonial foram dispostos em planilhas para cada empresa, em cada ano, para possibilitar a análise posterior conforme o modelo dinâmico. A seguir, estabeleceu-se o tipo de estrutura financeira retratada por cada empresa entre os períodos analisados, de acordo com os indicadores retratados. A definição seguida para cada estrutura está apresentada na Figura 5.

Figura 5 – Classificação das Estruturas Financeiras

EXCELENTE	➔	$CDG > 0, NCG < 0, \text{ sendo } CDG > NCG \text{ e } ST > 0.$
SÓLIDA	➔	$CDG > 0, NCG > 0, \text{ sendo } CDG > NCG \text{ e } ST > 0.$
INSATISFATÓRIA	➔	$CDG > 0, NCG > 0, \text{ sendo } CDG < NCG \text{ e } ST < 0.$
PÉSSIMA	➔	$CDG < 0, NCG > 0, \text{ sendo } CDG < NCG \text{ e } ST < 0.$
MUITO RUIM	➔	$CDG < 0, NCG < 0, \text{ sendo } CDG < NCG \text{ e } ST < 0.$
ALTO RISCO	➔	$CDG < 0, NCG < 0, \text{ sendo } CDG > NCG \text{ e } ST > 0.$

Fonte: Adaptado de Braga, Marques e Nossa (2004).

Para tratamento de dados qualitativos, fez-se uma análise da amostra, calculando-se a média aritmética para os resultados obtidos em cada empresa para cada indicador do modelo tradicional e dinâmico. Por exemplo, somou-se todas as NCG obtidas nos cinco anos de análise da empresa e dividiu-se por cinco, admitindo o resultado ser a média de NCG da empresa no período. Posteriormente, fez-se um comparativo com a média aritmética do setor calçadista, que foi obtida por meio da soma de todas as NCG médias apresentadas por cada empresa anualmente, e também a média no período dos 5 anos analisados. Para complementar a análise, foi coletado informações das notas explicativas e dos relatórios das administrações publicadas pelas empresas em sites específicos para investidores. Buscou-se dados do período compreendido entre 2015 e 2019. Sendo Assim, tornou-se possível fazer a interpretação dos resultados encontrados de cada empresa da amostra de forma independente, referente a situação econômico-financeira de cada empresa sob a ótica do modelo tradicional e o modelo dinâmico de Fleuriet, considerando as abordagens conceituais retratadas no referencial teórico.

3.4 LIMITAÇÃO DO MÉTODO

Devido a presente pesquisa investigar parte da população, onde em um universo de 19 empresas listadas na B3, classificadas como consumo cíclico no subsetor econômico de tecidos, vestuário e calçados, somente quatro empresas fazem parte dessa pesquisa. Considerando essa particularidade, entende-se que as conclusões apresentadas no decorrer do estudo não podem servir como regra para o subsetor.

Outro ponto de atenção localizado durante o desenvolvimento foi a tentativa falha de localizar as datas de aquisições do ativo imobilizado para seu correto ajuste de valor, o que também se tornou um fator limitante. Por esse motivo, utilizou-se o mesmo cálculo de ajuste das demais contas para todo o imobilizado.

É válido ressaltar que as interpretações do autor acerca dos resultados obtidos, partindo do estudo dos indicadores de modelos tradicional e dinâmicos, possui como finalidade atingir os objetivos propostos dentro do universo da pesquisa apresentada. Observa-se então, que é possível haver interpretações divergentes de outros autores que acabem por utilizar a mesma base de dados.

4 ANÁLISE ECÔNOMICO - FINANCEIRA

Neste capítulo, apresenta-se a análise e interpretação dos resultados obtidos na pesquisa bibliográfica e documental e com o posterior tratamento dos dados. Desta forma, analisou-se as empresas em relação ao Modelo tradicional e seus indicadores, o Modelo Dinâmico de Fleuriet e seus indicadores e a estrutura financeira apresentada.

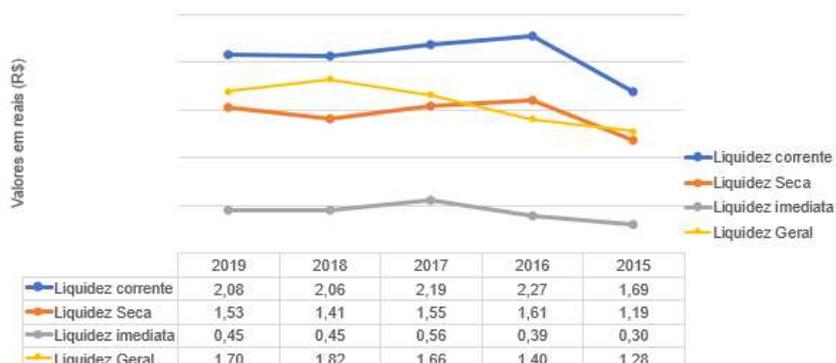
4.1 MODELO TRADICIONAL

Após a coleta de dados dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultado de exercícios de cada empresa analisada e elaborado a correção monetárias dos valores das contas originais ajustadas pelo fator de ajuste, tornou-se possível fazer a análise econômico-financeira das empresas em conjunto aos indicadores fornecidos pelo modelo tradicional. O desenvolvimento se apresenta nos itens a seguir.

4.1.1 Análise dos Indicadores de Liquidez

Os indicadores de Liquidez servem para avaliar a capacidade de pagamento da empresa frente às obrigações, podendo evidenciar a saúde financeira da mesma (MARION, 2019; PEREZ JUNIOR, BEGALLI, 2015). Os indicadores de desempenho de Liquidez da empresa Alpargatas S.A. se mostram favoráveis dentro dos períodos analisados, com é possível observar no Gráfico 1:

Gráfico 1 - Alpargatas S.A., indicadores de Liquidez em cada ano
Alpargatas S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

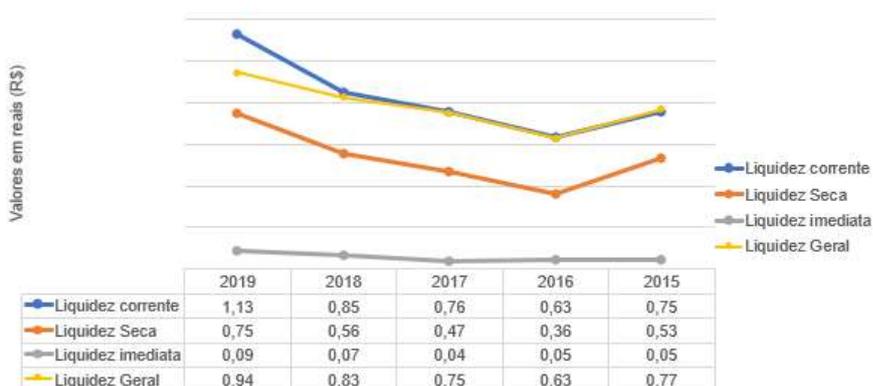
Levando em consideração os princípios da liquidez corrente, o qual ressalta, quanto a empresa possui no seu ativo circulante, para cada R\$ 1,00 de obrigações de curto prazo. (ASSAF NETO, 2019). A empresa Alpargatas S.A. apresentou em todos os anos analisados, capacidade de cobrir todas as suas obrigações a curto prazo, e ainda com sobra de capital, conforme resultados apresentados no Gráfico 1.

A liquidez seca, por sua vez, mede a capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo da organização, desconsiderando a venda de estoques e das despesas antecipadas. (TÓFOLI, 2012). Com isso, pode-se notar que a empresa continuou obtendo capital disponível para uma possível liquidação das obrigações a curto prazo, pois a empresa possuía R\$ 1,69 no ano de 2015, R\$ 1,61 em 2016, R\$ 1,55 em 2017, R\$ 1,41 em 2018 e R\$ 1,53 em 2019, para cada R\$ 1,00 de passivo. Estes números evidenciam que o estoque da empresa não será comprometido caso a Alpargatas S.A. queira liquidar suas obrigações de curto prazo. Referente a liquidez imediata, que retrata o quanto de disponíveis a empresa possui imediatamente para liquidar suas dívidas de curto prazo, nota-se que em todos os anos analisados a empresa Alpargatas S.A. não cobriu suas obrigações a curto prazo somente com o que possuía de disponíveis de forma imediata. (MARION, 2019).

A liquidez geral, demonstra a capacidade da empresa eliminar todos os seus compromissos tomados, ou seja, passivo circulante e não circulante, com base em seus registros de ativos circulante e o realizável a longo prazo. Este índice, em geral, a Alpargatas S.A. apresentou bons resultados nos cinco anos, alcançando R\$ 1,28 para cada R\$ 1,00 de dívidas totais, em 2015, e ficando em R\$ 1,70 em 2019.

A empresa Cambuci S.A. apresentou resultados quantitativos que podem ser visualizados através do Gráfico 2.

Gráfico 2 – Cambuci S.A., indicadores de Liquidez em cada ano
Cambuci S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

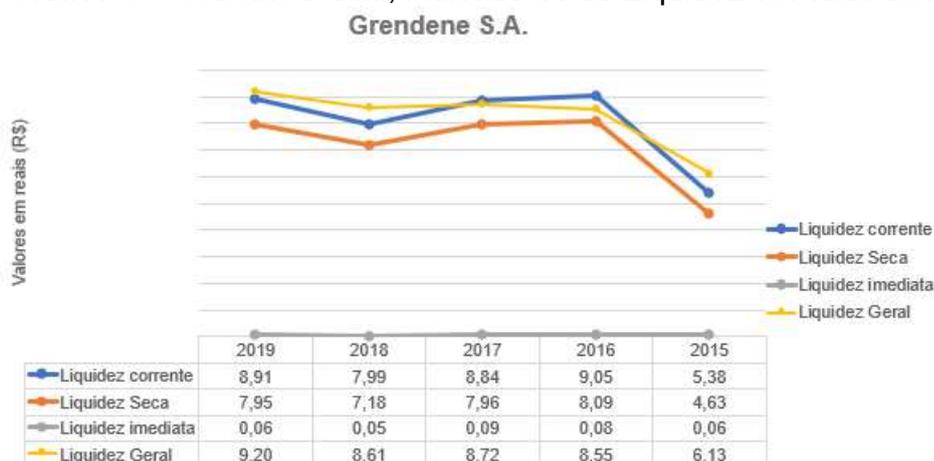
Por meio do Gráfico 2, é possível notar que a empresa Cambuci S.A. conseguiu obter capacidade de cobrir todas as suas obrigações a curto prazo somente no ano de 2019 devido, principalmente, as quedas sucessivas da conta empréstimos e financiamentos de curto prazo, entre os anos de 2015 e 2019. Através da Análise Horizontal, verifica-se que a queda desta conta foi de 73%, em comparação entre 2015 e 2019.

A liquidez seca, em virtude de não dispor de estoques e despesas antecipadas, demonstra não obter capital disponível suficiente para uma possível liquidação das obrigações a curto prazo em todos os anos analisados. Sabe-se que é necessário ter cautela ao contar com o estoque como disponibilidade para a liquidação de obrigações, pois esse elemento depende de a venda ser realizada para que então se possa converter em capital.

Observando a liquidez imediata da empresa analisada, seguindo a tendência, nota-se que não demonstra valores altos, tendo apenas R\$ 0,09 para cada R\$ 1,00 em compromissos no ano de 2019, sendo este o valor mais alto que a empresa apresentou sobre o índice de liquidez imediata no período. Isso se dá, principalmente, à baixa representatividade da conta caixa e equivalente de caixa sobre o ativo total, sendo 4,06% em 2015, 4,80% em 2016, 3,20% em 2017, 4,14% em 2018 e 3,72% em 2019. A liquidez geral, retrata que a empresa não possui bens e direitos de curto prazo, nem valores conversíveis em dinheiro no longo prazo suficientes para saldar suas dívidas de curto e longo prazo.

A empresa Grendene S.A. apresentou os indicadores de liquidez do método tradicional. Os dados são apresentados no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Grendene S.A., indicadores de Liquidez em cada ano



Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

A partir do Gráfico 3, é possível perceber que a empresa obteve resultados de liquidez bem favoráveis, os valores apresentados na liquidez corrente durante o período analisado, evidenciam que a Grendene S.A. dispõe de recursos mais do que suficientes no seu ativo circulante para saldar suas dívidas de curto prazo. Esse resultado se dá, principalmente, pelas aplicações financeiras apresentadas pela companhia.

A liquidez seca apresentada pela empresa evidencia que sobre os cinco anos analisados se obteve capital suficiente para uma possível liquidação das obrigações a curto prazo. Por outro lado, a liquidez imediata da empresa apontou para um cenário aparentemente desfavorável, porém na prática normalmente não é, pois é mais aconselhável investir o dinheiro disponível em operações mais rentáveis.

A empresa Vulcabras Azaleia S.A. apresentou valores de liquidez favoráveis. Os dados estão dispostos no Gráfico 4.

Gráfico 4 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de Liquidez em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Como evidenciado no Gráfico 4, em nível de liquidez corrente, a empresa apresentou valor desfavorável apenas no ano de 2015, onde para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto prazo, a Vulcabraz detinha R\$ 0,93 de disponibilidades, bens e direitos de curto prazo. A partir de 2016, a situação mudou para favorável, e a empresa passou a ter capital disponível para liquidar suas obrigações de curto prazo e ainda sobejar dinheiro. Essa melhora apresentada a partir de 2016 aconteceu devido à redução do Passivo Circulante, a partir da Análise Horizontal foi possível identificar em pontos percentuais quais as contas com maiores reduções, sendo elas: empréstimos e financiamentos - queda de 60,17%; outras obrigações não

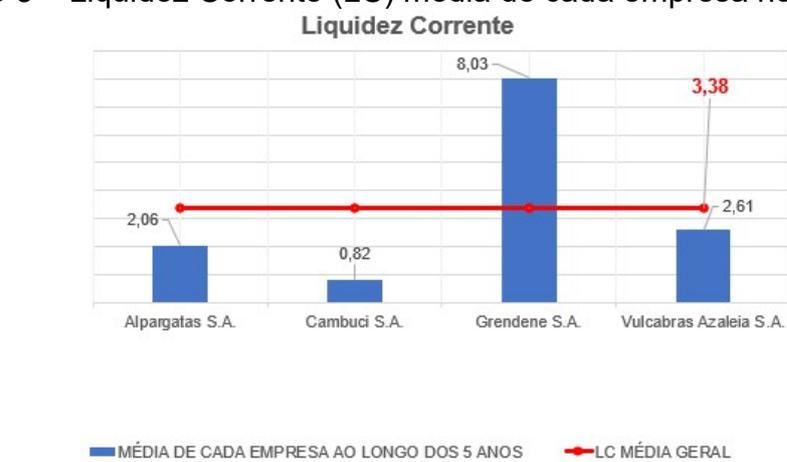
operacionais - redução de 81,97%; fornecedores - queda de 9,48%; obrigações fiscais - redução de 34,26%; provisões - queda de 15,47%.

Observando o índice de liquidez seca, nota-se que a empresa só passou a obter recursos adicionados ao ativo circulante, sem contar com os seus estoques e despesas antecipadas que pudessem liquidar toda a sua dívida de curto prazo, a partir de 2017. Com isso, nota-se que, para liquidez corrente de 2016, a empresa só conseguiu ter capital disponível de curto prazo para cobrir suas obrigações de curto prazo contando com os seus estoques. Ou seja, o estoque da companhia ficou comprometido, o que não é bom, uma vez que os estoques possuem riscos de perdas por avaria, furto, obsolescência, desvalorização e possíveis dificuldades para venda. (SAPORITO, 2015).

A liquidez imediata da empresa apresentou valores baixos devido à baixa representatividade da conta caixa e equivalente de caixa sobre o ativo circulante demonstrado pelo balanço patrimonial da Vulcabraz Azaleia S.A. Já o índice de liquidez geral da companhia apresentou resultados favoráveis a partir de 2017. Em 2015, para cada R\$ 1,00 de dívidas de curto e longo prazo, a empresa possuía R\$ 0,68 de valores conversíveis em dinheiro em curto e longo prazos.

Em 2016, este índice diminuiu para R\$ 0,67, a partir de 2017, o índice só obteve aumentos contínuos, devido a reduções graduais do Passivo Circulante, de 2016 para 2017, a redução foi de 39,29%, de 2017 para 2018, queda de 4,05% e de 2018 para 2019, queda de 49,46%. O Gráfico 5 apresenta a liquidez corrente média do período de 2015 a 2019 de cada empresa analisada do setor de calçados, como também a média do setor no período.

Gráfico 5 – Liquidez Corrente (LC) média de cada empresa no período



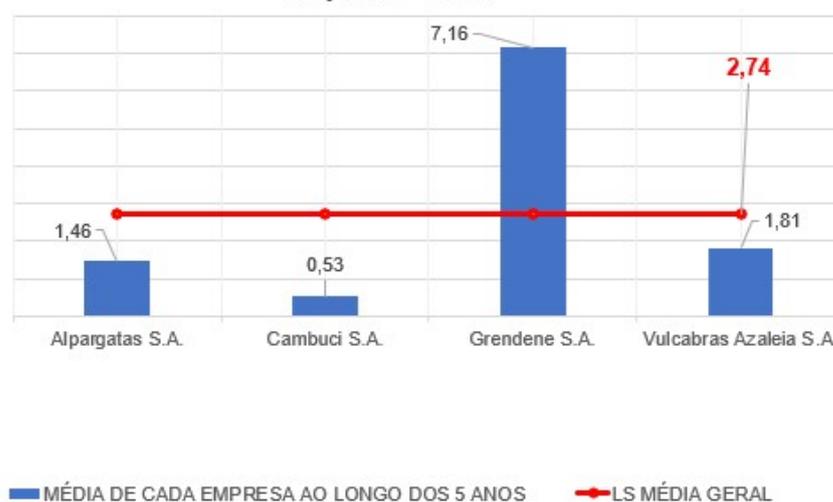
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 5, nota-se que a única empresa do setor a demonstrar resultado acima da média do setor foi a Grendene. O grande diferencial para a empresa ter apresentado média superior refere-se às aplicações financeiras. Em 2019, por exemplo, a maioria das empresas não apresentaram valores na conta aplicações financeiras, por outro lado, Grendene S.A. apresentava um valor de R\$ 1.314.338 mil.

No entanto, as empresas Alpargatas S.A. e Vulcabras Azaleia S.A. mostraram liquidez corrente favorável, mesmo estando abaixo da média. Diferente das demais, a Cambuci S.A. apresentou média desfavorável, uma vez que, para cada R\$ 1,00 de obrigações de curto prazo, ela obteve média de apenas R\$ 0,82 de disponibilidade, bens e direitos de curto prazo. Ou seja, mostrou-se incapaz de liquidar suas obrigações de custo prazo.

Em relação à média do setor apurado sobre a liquidez seca, a empresa Grendene S.A. se mostrou estar acima da média, enquanto as demais empresas abaixo. O Gráfico 6 demonstra essa movimentação.

Gráfico 6 - Liquidez Seca (LS) média de cada empresa no período
Liquidez Seca



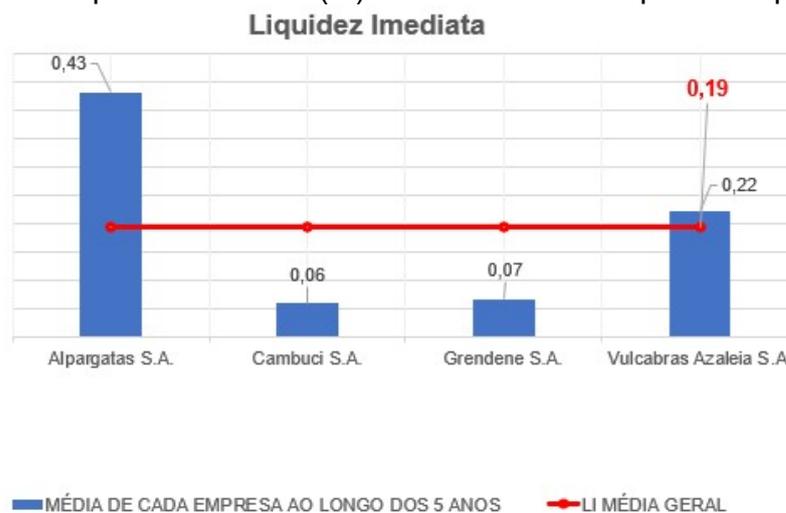
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Através do Gráfico 6, verifica-se que a média do setor é favorável. Todas as empresas, exceto a Cambuci S.A., mostraram-se cautelosas ao que se refere a utilização do estoque e despesas antecipadas para liquidação de obrigações, pois se sabe que a liquidez seca elimina as incertezas que o estoque proporciona, uma vez que possuem riscos de perdas por avaria, furto, obsolescência, desvalorização e

possíveis dificuldades para venda, como também as despesas antecipadas, pois não representam um valor a receber. (SAPORITO, 2015).

Os dados sobre a liquidez imediata média do período de 2015 a 2019 de cada empresa analisada do setor de calçados, assim como a média do setor no período. O levantamento pode ser visualizado no Gráfico 7.

Gráfico 7 - Liquidez Imediata (LI) média de cada empresa no período

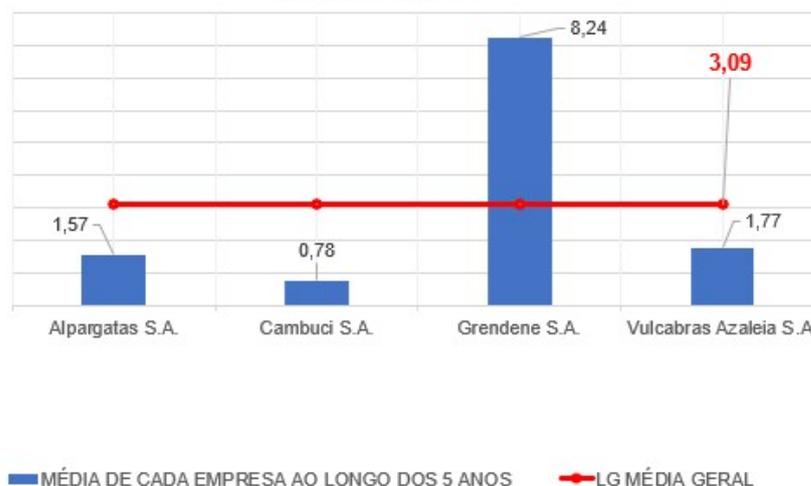


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 7, nota-se que a empresa Alpargatas S.A. foi a única a se mostrar acima da média do setor, mesmo que não tenha se mostrado suficiente para liquidar suas obrigações a curto prazo. Pela perspectiva da liquidez, quanto mais elevada for essa média, melhor para empresa. Porém, dificilmente as empresas tendem a apresentar liquidez imediata elevada, pois normalmente mantêm poucos recursos na conta disponível, uma vez que estariam sujeitos aos efeitos inflacionários e, também, a empresa possa estar deixando de investir seu dinheiro disponível em operações que possam ser mais rentáveis. Por essa razão, é comum que esse tipo de índice seja, quase sempre, baixo. (MARTINS, MIRANDA, DINIZ, 2014).

Com base nessa reflexão, verifica-se que todas as empresas do setor calçadista pensam da mesma forma que os autores Martins, Miranda e Diniz (2014), pois apresentaram índice de liquidez imediata média baixa no período analisado. O Gráfico 8 demonstra a média alcançada pelo setor de calçados, no que se refere o índice de liquidez geral.

Gráfico 8 - Liquidez Geral (LG) média de cada empresa no período
Liquidez Geral



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 8, nota-se que a média do setor se mostrou favorável, onde a empresa Grendene S.A., mais uma vez, se destacou dentre as demais empresas, mostrando-se acima da média do setor. As empresas Alpargatas S.A. e Vulcabras Azaleia S.A. não apresentaram média superior ao do setor. Mas tal fato não significa que suas médias foram desfavoráveis, pelo contrário, demonstraram ter capacidade de pagar suas obrigações de curto e longo prazo.

A liquidez geral é o único índice de liquidez que torna possível analisar a saúde financeira da empresa a curto e longo prazo. Dessa forma, pode-se notar que todas as empresas, exceto a Cambuci S.A., obtiveram saúde financeira favorável.

4.1.2 Análise dos Indicadores de Atividade

Os indicadores de atividade têm como finalidade, essencialmente, a mensuração do ciclo operacional de uma organização, que abrange desde a gestão de estoques até o prazo concedido aos clientes das vendas realizadas. (ASSAF NETO; 2019). Cada indicador de atividade aponta em uma etapa diferente do ciclo, dessa forma, analisar apenas um indicador não se torna suficiente.

Considerando o ponto levantado anteriormente, foram calculados todos os indicadores de atividade retratados no referencial teórico do presente trabalho, para cada empresa do setor analisado em cada ano entre 2015 e 2019, como também a média da empresa no período analisado e a média do setor calçadista. O Gráfico 9 demonstra os indicadores de atividade apresentados pela empresa Alpargatas S.A.

Gráfico 9 - Alpargatas S.A., Indicadores de Atividade em cada ano



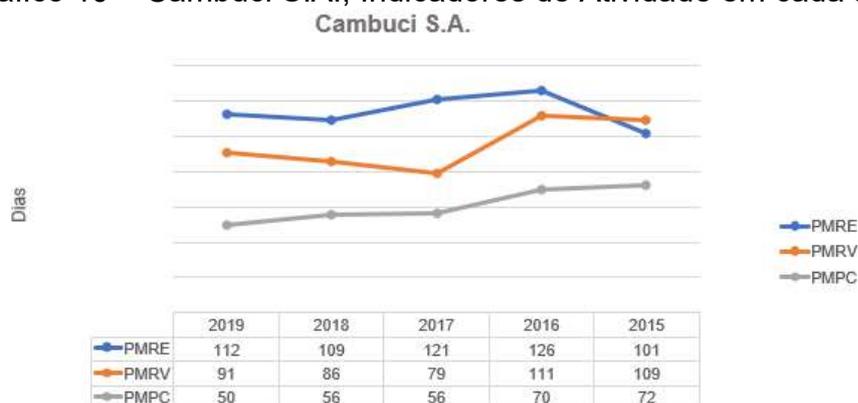
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Analisando os dados encontrados, a empresa paga seus fornecedores antes de receber por suas mercadorias vendidas sobre todos os anos analisado. Isso significa que sua posição financeira se apresentou desfavorável. (WÜRCH; GONÇALVES, 2012). Seguindo a análise, pode-se notar que o Prazo Médio de Rotação dos Estoques (PMRE) apresentou prazos maiores no decorrer dos anos analisados, obtendo prazo menor somente em 2019, quando comparado com o ano anterior. Essa ocorrência pode ser justificada devido à queda do volume de vendas.

Por meio da Análise Horizontal, pode-se verificar essas modificações ocorridas em percentuais sobre a conta estoque, onde de 2015 para 2016, a queda foi de 14,61%, de 2016 para 2017, queda de 7,72%, de 2017 para 2018, redução de 15,54% e de 2018 para 2019 aumento de 2,35%.

No Gráfico 10 é possível observar os resultados dos prazos médios apresentados pela empresa Cambuci S.A. Segue:

Gráfico 10 – Cambuci S.A., Indicadores de Atividade em cada ano



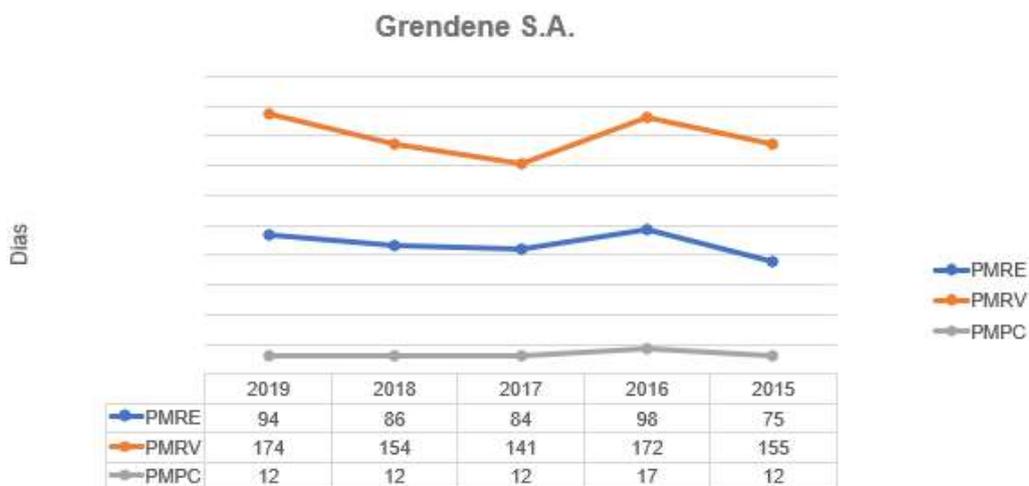
Fonte: Elaborada pelo autor (2021).

Através dos resultados do Gráfico 10, nota-se que o prazo médio para pagamento das compras apresentou resultados menores que o recebimento das vendas sobre todos os anos analisados. Isso mostra uma demora para a entrada de recursos financeiros advinda das vendas, podendo assim, fazer com que a empresa necessite de capital de giro para financiar seu negócio saldar suas dívidas, inclusive fornecedores, até o recebimento das vendas.

O prazo médio de renovação de estoques se mostrou alto em todo período analisado. Como o prazo de estocagem se mostrou alto, somado o recebimento das vendas, o resultado pode impactar no negócio e ter que recorrer à capital de terceiros, como empréstimos e financiamentos para manter o próprio Capital de Giro. Com base nessa análise, pode-se dizer que este é um dos motivos da empresa Cambuci apresentar a conta de Empréstimo e Financiamento de curto prazo como a de maior representatividade dentro do Passivo Total, sendo 51,43% em 2015, 57,46% em 2016, 44,78% em 2017, 23,58% em 2018 e 20,35% em 2019.

Seguindo da mesma ideia, no que diz respeito sobre a conjunção dos três índices, a empresa Grendene S.A. também apresentou prazo médio de renovação de estoque e recebimento das vendas maiores que o prazo médio de pagamento das compras em todos os anos analisados. Os dados estão dispostos conforme o Gráfico 11.

Gráfico 11 – Grendene S.A., Indicadores de Atividade em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Através do Gráfico 11, nota-se uma discrepância do indicador do prazo médio de pagamento de fornecedores se comparado com os outros dois indicadores. Com base nisso, pode-se dizer que a empresa, possivelmente, tenha a necessidade de

capital de giro para financiar seu negócio e quitar seus compromissos. Porém, verifica-se que a empresa não obtém valores relevantes advindos das contas de capital de terceiros, mas um grande capital próprio advindos das contas Aplicações Financeiras e Patrimônio Líquido, sendo a primeira de maior representatividade do Ativo Total, e a segunda de maior representatividade do Passivo Total, com média de 34,93% e 89,21%, respectivamente, entre os de 2015 e 2019.

O Gráfico 12 apresenta os prazos médios alcançados pela empresa Vulcabras Azaleia S.A. Observa-se:

Gráfico 12 - Vulcabras Azaleia S.A., Indicadores de Atividade em cada ano
Vulcabras Azaleia S.A.

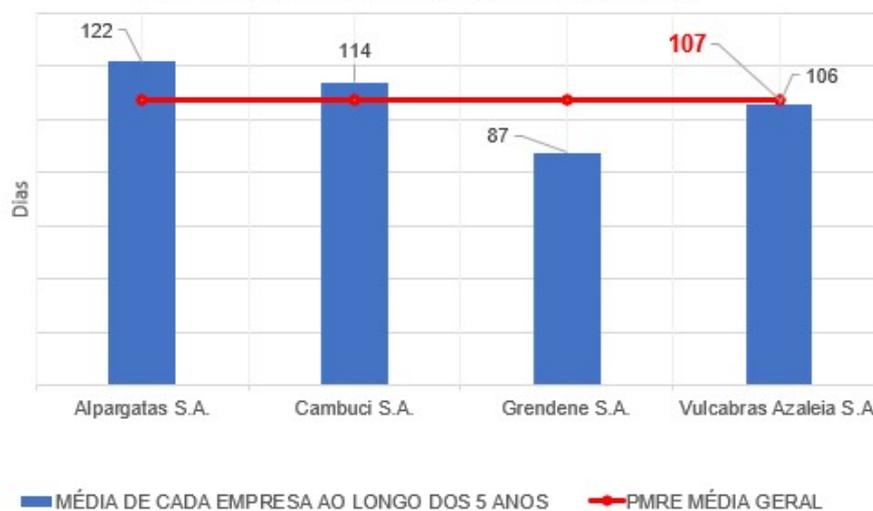


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Assim como as demais empresas analisadas, a empresa Vulcabras S.A. também apresenta necessidade de capital de giro. O resultado do PMRV maior que PMPC mostra uma demora para a entrada de recursos financeiros provenientes das vendas realizadas. (ASSAF NETO, 2019).

A empresa Vulcabras não apresenta grandes valores advindos de capital de terceiros, como a conta empréstimos e financiamentos, mas sim de capital próprio, sendo a conta Patrimônio Líquido de maior representatividade do Passivo Total, o que significa que o próprio dinheiro da empresa pode reorganizar as finanças, sem necessidade de empréstimos e financiamentos. Através do Gráfico 13, torna-se possível verificar as médias dos indicadores de atividade de cada empresa analisadas e do setor em que elas estão inseridas.

Gráfico 13 – PMRE, média de cada empresa no período
Prazo Médio de Rotação dos Estoques

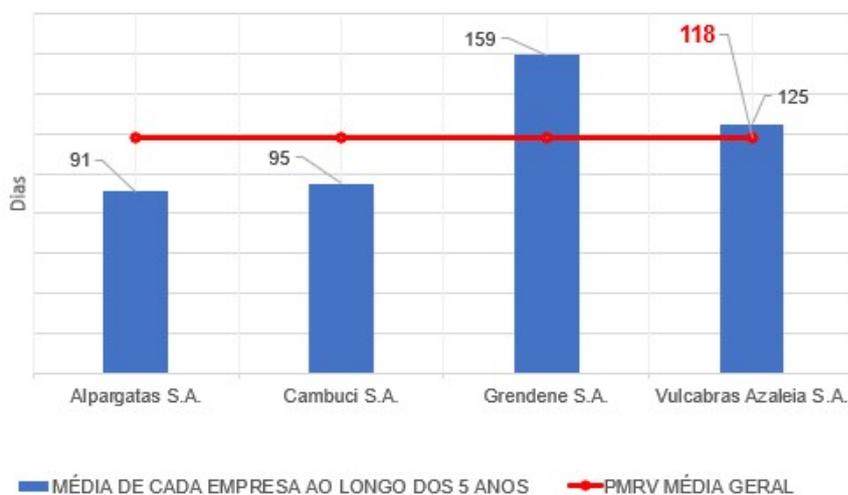


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Sabe-se que para uma empresa industrial, o PMRE exprime, em média, quanto tempo a empresa leva desde o momento da compra da matéria-prima até o da venda do produto final, passando inclusive pelo período de fabricação do produto. (ALVES, 2018). Devido a isso, a média deste indicador apresentado pelo setor calçadista é de 107 dias, o que significa que em média, os estoques se renovam 3,36 vezes no ano. (LINS, FRANCISCO FILHO, 2012).

Por meio do Gráfico 13 é possível observar que a empresa que apresentou média superior as demais empresas, como também do setor, é a Alpargatas S.A., isso significa que a empresa dispense de maior necessidade em investir em estoques gerando assim, um fator redutor do seu retorno. Por outro lado, a empresa que obteve menor média sobre prazo de estocagem foi a Grendene S.A., o que significa que ela aplica menos recursos para manutenção dos estoques. (ASSAF NETO, 2019). O Gráfico 14 mostra a média do indicador PMRV apresentado pelas empresas analisadas e pelo setor em que elas estão inseridas.

Gráfico 14 - PMRV, média de cada empresa no período
Prazo Médio de Recebimento de Vendas

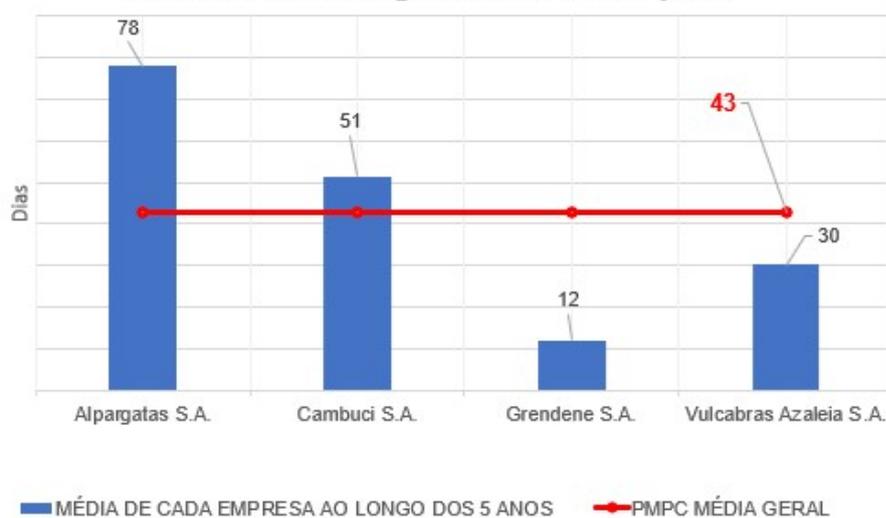


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 14, nota-se que a empresa que mais espera para poder receber o valor de suas vendas realizadas a prazo é a Grendene S.A., conseqüentemente é a empresa que mais necessita de capital de giro. Por outro lado, a empresa com média abaixo das demais empresas, e conseqüentemente do setor calçadista, é a Alpargatas S.A., o que significa possuir uma política de concessão de créditos mais restritiva.

O Gráfico 15 apresenta a média do setor e das empresas analisadas sobre o indicador PMPC. Segue:

Gráfico 15 - PMPC, média de cada empresa no período
Prazo Médio de Pagamento das Compras



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

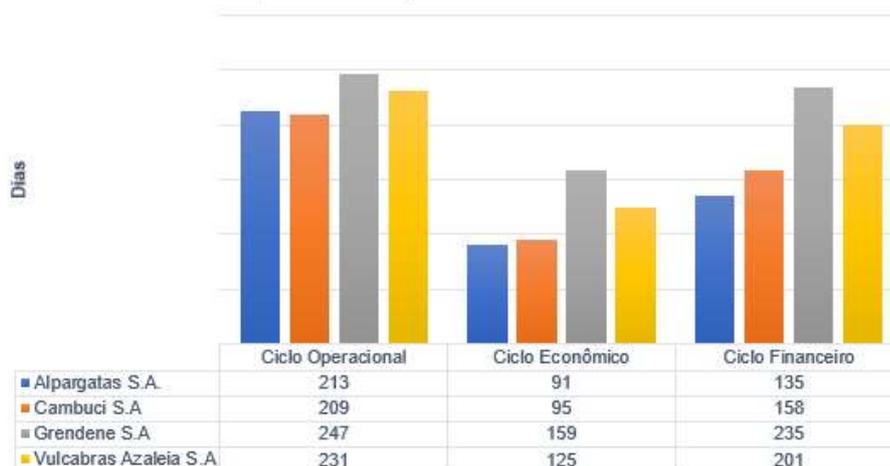
Por meio do Gráfico 15, nota-se que a empresa Alpargatas S.A. obtém média sobre prazo de pagamento das compras acima do setor, como também de todas as empresas analisadas. Ou seja, é a que dispense de maior prazo para quitar suas dívidas para com fornecedores. Já a empresa Cambuci apresenta média superior ao setor, porém ao fazer a relação entre PMPC e PMRV, nota-se posição desfavorável, uma vez que o prazo de pagamento das compras é menor que o prazo de recebimento das vendas.

As demais empresas, Grendene S.A. e Vulcabras Azaleia S.A., mostraram média inferiores ao setor. Ao fazer a relação entre PMPC e PMRV, verifica-se posição desfavorável. Porém, vale ressaltar que resultado encontrado no Prazo Médio de Pagamento de Compras é válido desde que a empresa não esteja atrasando pagamentos aos seus fornecedores propositalmente e incorrendo em despesas, devido aos juros incidentes sobre esses atrasos. (LINS, FRANCISO FILHO, 2021).

De acordo com Matarazzo (2010), a conjugação dos índices de prazos médios é de suma importância para definição de estratégias, tanto financeiras, quanto comerciais, com base nisso, se analisado os três indicadores em conjunto, verifica-se que as quatro empresas analisadas necessitam de capital de giro, uma vez que, quando somado PMRE com PMRV o resultado é maior que o PMPC, podendo assim, impactar no negócio da empresa e vir a recorrer de capital de terceiros ou próprios.

O Gráfico 16 apresenta a média do ciclo operacional, econômico e financeiro apresentado pelas empresas analisadas e pelo setor. Observa-se:

Gráfico 16 – CO, CE e CF, média de cada empresa no período
Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 16, nota-se que a empresa que apresenta maior ciclo operacional é a Grendene S.A., ou seja, é a empresa que mais dispense de volume de capital para sustentar financeiramente o prazo em relação a aquisição de mercadoria e a venda do mesmo. (MARTINS, 2018). Sobre o ciclo econômico e financeiro o resultado não se mostrou diferente, sendo a Grendene S.A. com médias mais representativas, perante isso, verifica-se que é a empresa que tem maior prazo ao que se refere desde o desembolso com a compra junto aos fornecedores até o recebimento provenientes das vendas. (HOJI, 2017).

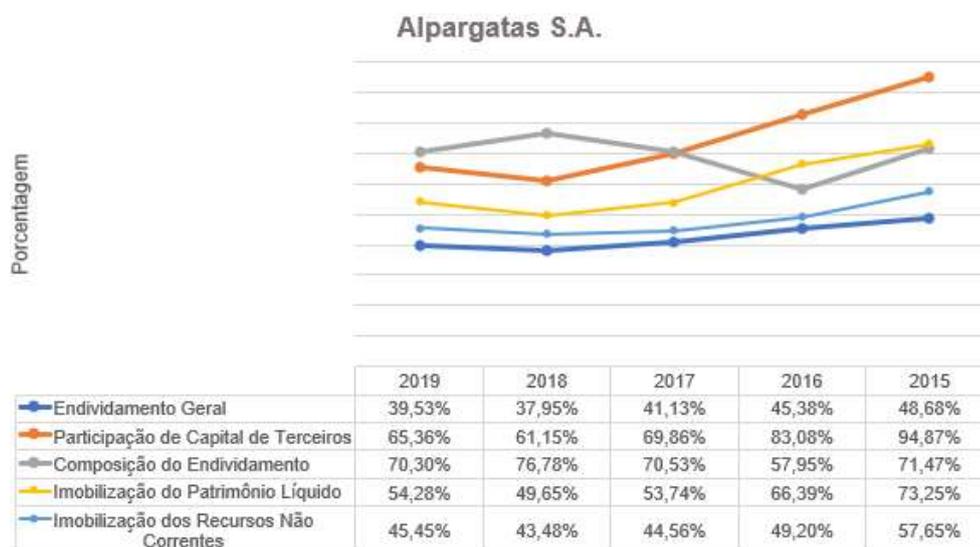
A Vulcabras S.A. se apresenta logo atrás da Grendene S.A., a diferença entre elas é que a Vulcabras apresenta queda em seus ciclos no decorrer dos anos analisados. Em 2015, a empresa apresentava ciclo operacional, econômico e financeiro de 282 dias, 149 dias e 234 dias, respectivamente, já para o último ano analisado, 2019, apresentava 225 dias no operacional, 126 dias no econômico e 203 dias no financeiro. Em contrapartida, a Grendene apresentava no ano de 2015, ciclo operacional de 230 dias, 155 dias no econômico e 218 dias no financeiro, passando a demonstrar em 2019, 268 dias no ciclo operacional, 174 no econômico e 256 no financeiro.

Alpargatas S.A. e Cambuci S.A. apresentam médias de ciclo operacional e econômico parecidas, apenas no ciclo financeiro que a Cambuci demonstra diferença maior. As duas apresentaram médias menores devido seus prazos médios de renovação de estoques e recebimento de vendas terem se mostrado mais baixos que as demais empresas analisadas, e prazo médio de pagamento de fornecedores maiores que as demais.

4.1.3 Análise dos Indicadores de Endividamento

Os indicadores de endividamento, de forma geral, medem a participação do capital de terceiros e de capital próprio sobre o financiamento total das atividades da entidade. (LINS; FRANCISCO FILHO, 2012). O Gráfico 17, apresenta o comportamento dos indicadores de endividamento da empresa Alpargatas S.A.

Gráfico 17 – Alpargatas S.A., indicadores de endividamento em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Através do Gráfico 17, nota-se que a empresa mantém um nível baixo de endividamento com relação ao capital total, o que se torna favorável, uma vez que é possível conseguir tempo para obter recursos para saldar suas obrigações, sem prejudicar a liquidez corrente. A participação de capital de terceiros se mostrou significativo nos três primeiros anos, mas como este indicador já vinha decaindo, a partir de 2018, o resultado já se mostrou considerável, mostrando assim, menor dependência da empresa sobre capital de terceiros para financiamento do ativo, conseqüentemente, apresentando menor endividamento e maior folga financeira para tomada de decisão. (MATARAZZO, 2010).

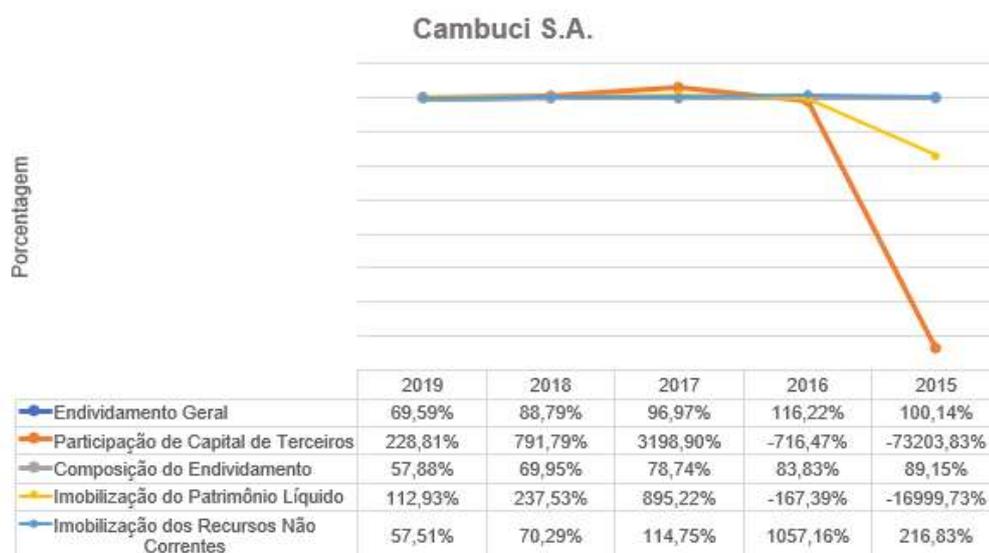
A composição do endividamento, que verifica as dívidas de curto prazo em relação a dívida total, apresentou resultados significativos, exceto no de 2016, que obteve seu menor índice dentro todos os anos analisados. Segundo o Relatório da Administração de 2016, essa retração do indicador se deve, principalmente, a um aporte no valor de R\$ 180.840 mil adquirido por meio da linha de crédito BNDES-EXIM Pré-Embarque para financiar a exportação de sandálias.

A imobilização do patrimônio líquido apresenta em todos os anos analisados que o patrimônio líquido sozinho financia todas as imobilizações e obtendo sobra para financiamento de outros ativos, produzindo assim, folga financeira e maior liquidez para a empresa. (MARQUES; CARNEIRO JUNIOR; KUHL, 2015). A imobilização dos recursos não correntes, apresenta queda no decorrer dos anos, demonstrando que efetuou investimentos no ativo fixo advindos do seu patrimônio líquido e passivo não

circulante, uma vez que, este índice mede o nível de imobilização dos recursos de longo prazo, sendo estes recursos, tanto terceiros quanto próprios (RIBEIRO; PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

Através do Gráfico 18 é possível observar os resultados obtidos pela empresa Cambuci S.A. em relação aos indicadores de endividamento. Segue:

Gráfico 18 - Cambuci S.A., indicadores de endividamento em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Realizando a análise sobre o Endividamento Geral, verifica-se a grande dependência da empresa sobre capital de terceiros para financiamento do ativo. Essa dependência pode ser verificada principalmente nos anos 2015 e 2016, onde a empresa apresenta prejuízo sobre a demonstração do resultado de exercício. Validando assim, o entendimento do autor Savytzky (2010), onde a excessiva captação de recursos de terceiros, faz com que a empresa se torne vulnerável às atividades de negócio, pois os encargos financeiros afetam o lucro da empresa.

O índice sobre participação de captação de terceiros apresenta resultados preocupantes, uma vez que, muitas empresas entram em falência por apresentarem, durante um longo período, altos quocientes de participação de capital de terceiros. (IUDÍCIBUS, 2017). Porém, vale ressaltar que houve quedas significativas, quando comprado entre os anos de 2017 e 2019, que ocorreu devido a retenção das contas do passivo exigível e aumento do patrimônio líquido. Não foi possível calcular os dados dos anos de 2015 e 2016 devido ao lucro e patrimônio líquido estarem negativos.

A Composição do endividamento da empresa Cambuci S.A. apresentou, ao longo do período analisado, quedas sucessivas. Iniciou com o maior índice de 0,89 em 2015 e chegou a 0,58 no ano de 2019, demonstrando, assim, uma queda das obrigações de curto prazo, possuindo mais tempo para captação de recursos financeiros para quitação de todas as suas obrigações. Isso pode ser averiguado quando observado o aumento dos índices de liquidez corrente e seca, apresentadas no capítulo anterior.

O resultado encontrado sobre o índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Cambuci S.A. foi considerado nulo, devido ao seu patrimônio líquido negativo nos anos de 2015 e 2016. Nos anos seguintes, apesar do patrimônio líquido positivo, o índice apresenta 895,22% em 2017, chegando a diminuir consideravelmente em 2018 e 2019, obtendo resultado no último ano de 112,93%. Isso evidencia que as imobilizações estão sendo financiadas por capital de terceiros e exigíveis. (MARQUES, CARNEIRO JUNIOR, KUHL, 2015).

Referente a Imobilização dos Recursos Não Correntes, a empresa apresenta em 2016 seu pior índice, 1057,16%, porém conseguiu melhorar seu resultado no decorrer dos anos, chegando nos 57,51% ao final de 2019. A mudança é resultado do aumento considerável do patrimônio líquido e passivo não circulante.

O Gráfico 19 traz os resultados encontrados pela empresa Grendene S.A. sobre os indicadores de endividamento. A seguir:

Gráfico 19 - Grendene S.A., indicadores de endividamento em cada ano
Grendene S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Conforme o Gráfico 19, nota-se que o indicador de endividamento geral apresenta um nível baixo já em 2015, e no decorrer dos anos ainda se obteve quedas sucessivas, chegando ao um endividamento geral de apenas 9,40% em 2019. Esse resultado se mostra positivo para a liquidez, pois demonstra que a empresa não necessita ser financiada por capital de terceiros.

A participação de captação de terceiros demonstra que a empresa possui pouco capital de terceiros em relação ao patrimônio líquido, sendo o seu menor índice no ano de 2019, onde para cada R\$ 100,00 de capital próprio, a empresa obtém R\$ 10,37 de capital de terceiros. Sobre o indicador de composição do endividamento, o resultado não se apresenta tão favorável, pois em todos os anos analisados a empresa demonstra desembolsar mais capital de terceiros a curto prazo do que a longo prazo, sendo este desembolso significativo, em que no ano de 2018, obteve-se o maior índice: para cada R\$ 100,00 de obrigações existentes, a empresa desembolsa R\$ 92,72 a curto prazo. Porém, vale destacar que a liquidez corrente da empresa se encontra satisfatória em todos os anos analisados, como visto no capítulo anterior, o que significa que mesmo obtendo grande parte do endividamento a vencer no curto prazo, a empresa se mostra líquida, ficando claro sua capacidade de cumprir com suas obrigações.

Os percentuais apresentados pelo índice de imobilização do patrimônio líquido demonstram que a empresa financia todas as imobilizações, ainda obtendo uma boa parcela para financiar outros ativos. Referente a imobilização dos recursos não recorrentes a empresa apresenta resultados baixos, conformando assim, que os investimentos sobre seus ativos de natureza permanente estão sendo financiados pelos seus recursos permanentes e de longo prazo.

Seguindo a análise, apresenta-se a próxima empresa. Os indicadores de endividamento da Vulcabras Azaleia S.A. estão dispostos no Gráfico 20.

Gráfico 20 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de endividamento em cada ano
Vulcabras Azaleia S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 20, nota-se que a empresa Vulcabras apresenta queda significativa no ano de 2017 com relação ao ano de 2016, passando de 95,19% para 29,98% de endividamento geral. Essa oscilação ocorreu devido à queda brusca do passivo não circulante, 88,10% se comparado ao ano anterior, e redução do passivo circulante, 39,29%. De acordo com as Demonstrações Financeiras da empresa, em 2017, a redução do passivo foi consequência de uma geração de caixa operacional elevado e aumento de capital líquido de R\$ 541,70 milhões em virtude da oferta pública de ações realizadas no período, o que possibilitou a redução do passivo bancário. Ou seja, redução significativa das contas de empréstimos e financiamento de curto e longo prazo. Outra que obteve redução significativa foi a conta outros de longo prazo, advindos da redução total dos mútuos financeiros com os acionistas.

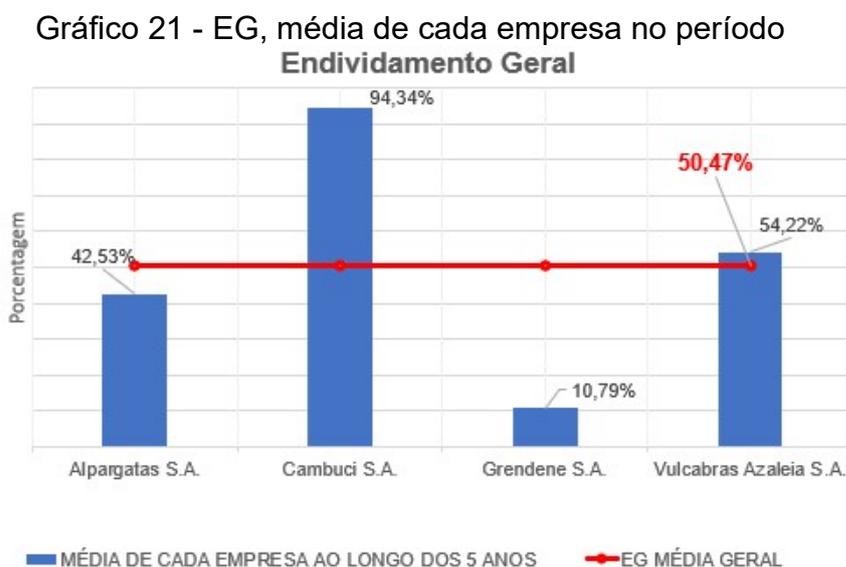
O indicador de participação de capital de terceiros também se mostrou afetado pela movimentação ocasionado no ano de 2017 sobre o passivo da empresa, onde ocorreu uma retenção significativa das obrigações de curto e longo prazo e aumento do patrimônio líquido. Portanto, nos anos de 2017, 2018 e 2019, a empresa passou obter menor endividamento e maior folga financeira para tomada de decisão. (MATARAZZO, 2010).

A empresa Vulcabras apresenta composição de endividamento mais elevados a partir de 2017, com uma queda considerável em 2019. De acordo com Almeida (2019), o passivo circulante pressiona mais a liquidez da entidade, portanto, quanto menor este índice, melhor para empresa. Mas, em todo caso, vale analisar a questão de liquidez corrente, se a empresa apresentar liquidez corrente favorável, ela mostra

ter capacidade de cumprir com seus compromissos, mesmo com endividamento de curto prazo considerado elevado. Com base nisso, verifica-se que a empresa Vulcabras apresenta liquidez corrente favorável a partir de 2016, conforme visto no capítulo anterior, deixando claro que consegue cumprir com suas obrigações de curto prazo.

A imobilização do patrimônio líquido e a imobilização dos recursos não correntes também mostram diferenças significativas a partir de 2017, principalmente a IPL, uma vez que, a partir de 2017 a empresa apresenta menor dependência do capital de terceiros para a manutenção do ativo permanente, e tendo o patrimônio líquido condições de financiar todas as imobilizações, com sobra para financiar outros ativos, o que em 2016 e 2015 não era possível.

A partir do Gráfico 21, é possível verificar a média apresentada pelas empresas. A análise parte do setor em que elas estão inseridas em relação ao indicador de endividamento geral.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

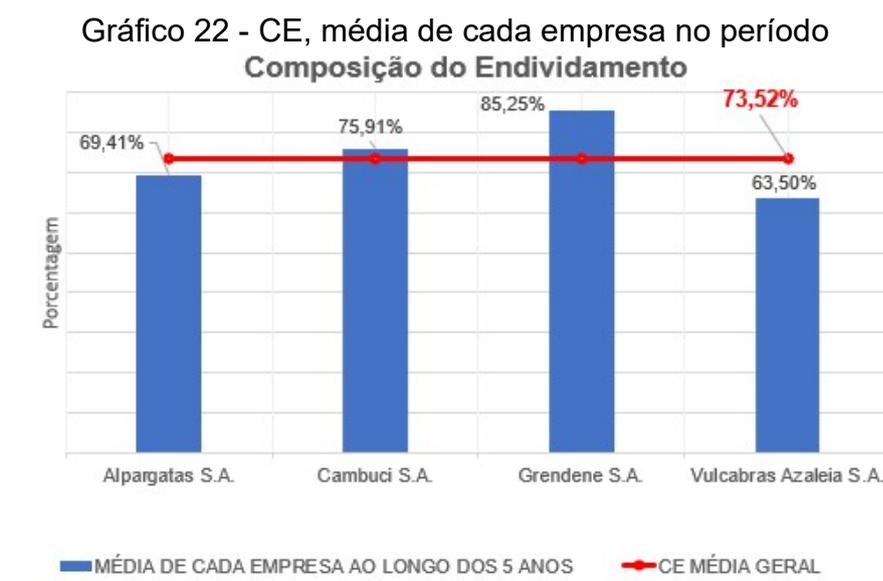
De acordo com o Gráfico 21, constata-se que a empresa Grendene S.A. possui a média mais baixa se comparado ao setor e as demais empresas, onde a soma dos passivos circulantes e não circulantes alcançam a média de 10,79%, evidenciando assim resultado positivo para liquidez, uma vez que expõe que a companhia não necessita ser financiada por capital de terceiros.

A Alpargatas S.A. demonstra média de 42,53%, resultado abaixo da média do setor, o que é favorável. A Vulcabras Azaleia S.A. é a empresa que apresentou maior

melhora sobre o indicador de endividamento geral entre as demais empresas analisadas, redução de 77,35% em 2019 com relação a 2015. Todavia, sua média de 54,22% se mostrou acima da média do setor, devido aos anos de 2015 e 2016 terem apresentado endividamento geral elevado.

A empresa Cambuci S.A. apresenta média de 94,34%, demonstrando, assim, desempenho inferior as demais empresas, confirmando que suas dívidas de curto prazo e longo prazo excedem o valor apresentado em seus ativos totais. Este desempenho prova que a empresa é financiada por capitais de terceiros e é dependente deles para obter capital de giro, o que acaba impactando nos indicadores de liquidez.

A média do indicador de composição do endividamento apresentada pelo setor e pelas empresas pode ser observada no Gráfico 22. Segue:



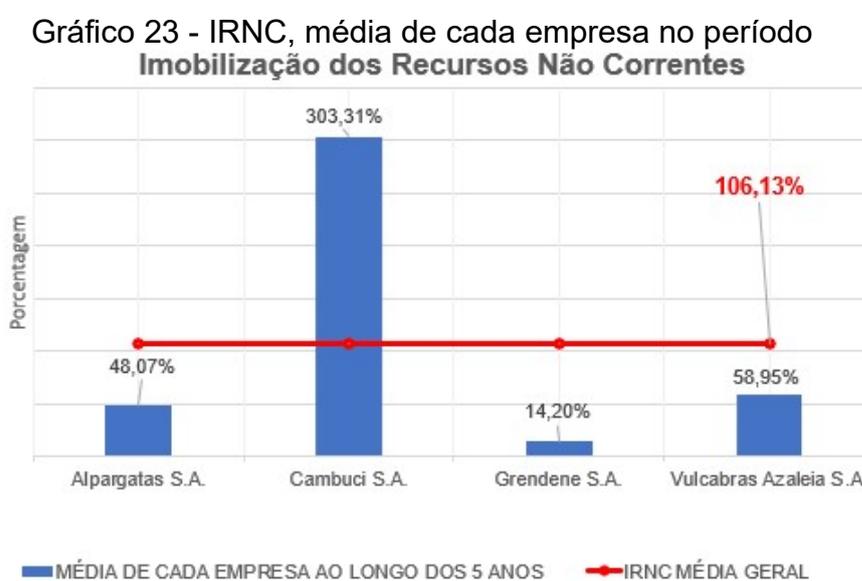
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

As empresas Grendene e Cambuci são as que apresentam média superior à do setor. Mas, diferente da Cambuci, a Grendene mostrou índices de liquidez seca e corrente bem favoráveis, evidenciando sua capacidade de cumprir com suas obrigações de curto prazo. Aliás, apenas a conta de aplicações financeiras apresentada pela empresa sobre os anos analisados se torna suficiente para quitação de suas dívidas de curto prazo. A Cambuci S.A., por outro lado, não se mostra líquida o suficiente para quitar suas obrigações de curto prazo, portanto, seu índice médio elevado deixa a empresa suscetível a intempéries, uma vez que dispense de menos tempo para captação de recursos financeiros para saldar todas as suas dívidas.

Somente em 2019 ela apresenta liquidez corrente suficiente, mas a liquidez seca não, pois elimina as incertezas que o estoque e as despesas antecipadas proporcionam.

As empresas Alpargatas e Vulcabras Azaleia apresentam média abaixo da média do setor, o que demonstra ser favorável, uma vez que quanto menor o resultado desse índice, melhor para organização, pois o passivo circulante pressiona mais a liquidez da entidade em função do seu vencimento em até 12 meses após a data do balanço patrimonial. (ALMEIDA, 2019).

A média apresentada pelo setor e pelas empresas sobre o indicador de imobilização dos recursos não correntes podem ser observadas através do Gráfico 23. A seguir:



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Em relação ao indicador de imobilização dos recursos não correntes, nota-se que a empresa Grendene apresenta a menor média se comparado com a média do setor, como também das demais empresas. A melhor, neste caso: quanto menos recursos próprios investidos no imobilizado, melhor folga financeira a empresa apresenta. (RIBEIRO, 2015). As empresas Vulcabras e Alpargatas também apresentam média inferior à do setor, mas vale ressaltar que ambas diminuíram este indicador no decorrer dos anos analisados. A Vulcabras apresentou redução de 56,21% em 2019 se comparado com o ano 2015, e a Alpargatas, em comparação com os mesmos períodos, a redução foi de 12,20%.

A empresa Cambuci S.A. chegou a despontar o maior índice em 2016 se comparada às demais empresas do setor calçadista, 1057,16%. Ao apresentar este

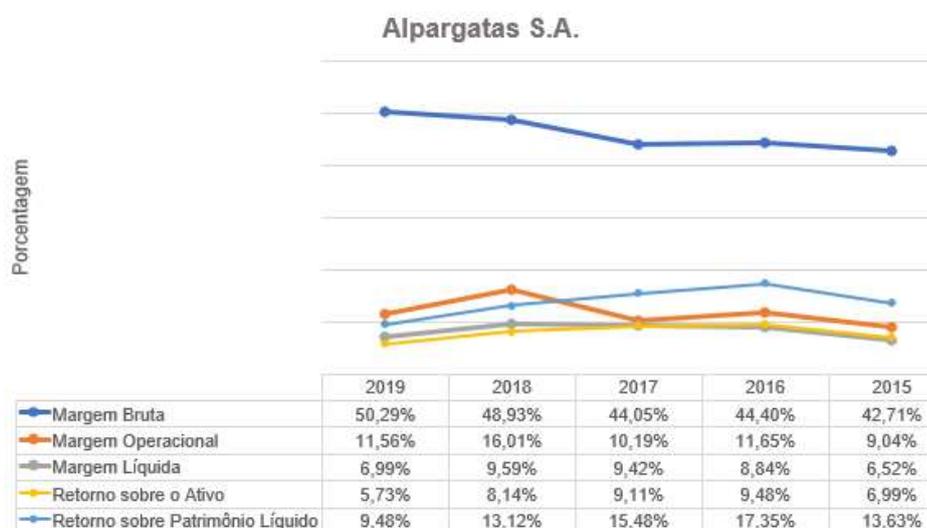
índice maior que 100%, significa que a empresa pode passar por sérios problemas de solvência, e é um sinal de desequilíbrio financeiro. Vale destacar que a Cambuci apresentou melhora significativa entre os anos de 2017 e 2019, chegando a 57,51% no ano de 2019, redução de 999,65%. (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2014).

A média do setor e da empresa Cambuci sobre os indicadores de imobilização do patrimônio líquido e participação de capital de terceiros apresentaram distorções devido a empresa Cambuci ter apresentado patrimônio líquido e lucro líquido negativo sobre os anos de 2015 e 2016, fazendo com que o resultado se mostrasse negativo, com desvio padrão muito alto. Por esse motivo, optou-se por não demonstrar graficamente as médias dos referidos indicadores na presente pesquisa.

4.1.4 Análise dos Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade

Para mensurar o retorno do capital investido são calculados os indicadores de rentabilidade e lucratividade, com o intuito de facilitar uma análise gerencial acerca da capacidade da organização de gerar retornos, uma vez que, tanto os sócios quanto os acionistas possuem interesse nesses valores. (RIBEIRO, 2020). Por meio do Gráfico 24, apresenta-se os resultados destes indicadores da empresa Alpargatas S.A.

Gráfico 24 – Alpargatas S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano



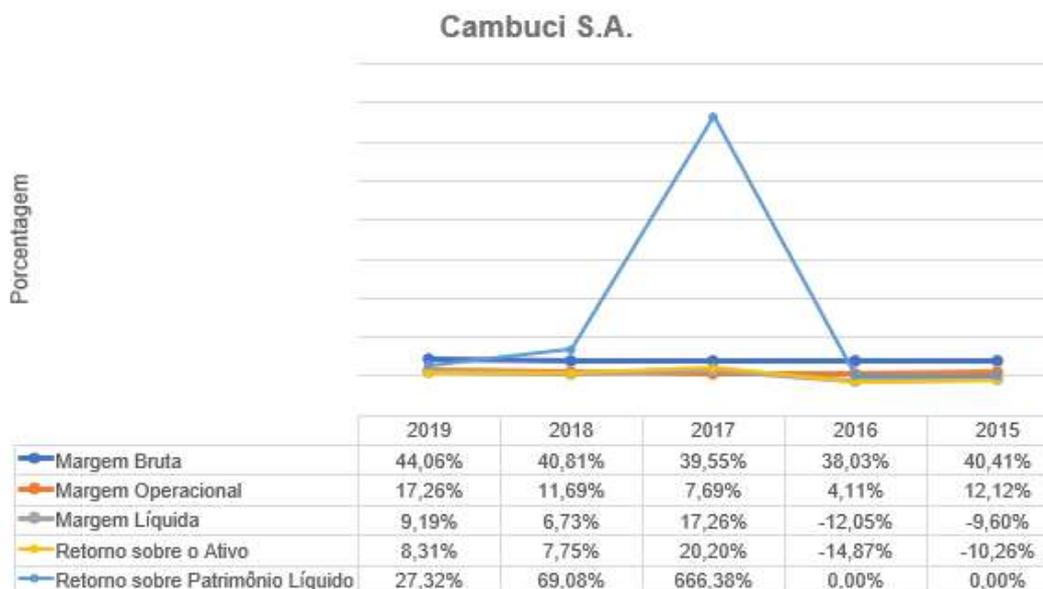
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Analisando a margem bruta, nota-se que a empresa apresenta evolução, que pode ser justificada devido ao seu CPV demonstrar menor representatividade sobre as receitas com vendas de bens e/ou serviços. Em 2015, o CPV consumia 57,29% das receitas, já em 2019 passou a consumir 49,71%. A margem operacional e líquida apresenta-se bem menor do que o atingido pela margem bruta sobre todos os anos analisados, evidenciando que a empresa detém um volume significativo de despesas operacionais, fator que possivelmente poderá intervir no resultado da companhia.

A empresa apresenta em 2016 seu maior índice de retorno sobre ativo, 9,48%, consequentemente sendo o maior no mesmo período sobre o retorno de patrimônio líquido, 17,35%. O ano de 2019 foi marcado pelos menores resultados nos indicadores de retorno sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido, isso porque em 2016 a empresa havia apresentado seu maior lucro líquido e, em 2019, seu menor lucro líquido, quando comparado todo o período analisado.

Os indicadores de rentabilidade e lucratividade da empresa Cambuci S.A. podem ser observados através do Gráfico 25. Segue:

Gráfico 25 - Cambuci S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

A margem bruta da empresa Cambuci S.A. decaiu entre os anos de 2016 e 2017, comparando ao ano de 2015. Porém, a partir de 2018, ela passa a apresentar resultados maiores do que o primeiro ano analisado, obtendo uma alta de 3,65% em 2019, se comparado a 2015. Analisando a receita, 2019 é o período em que se obteve

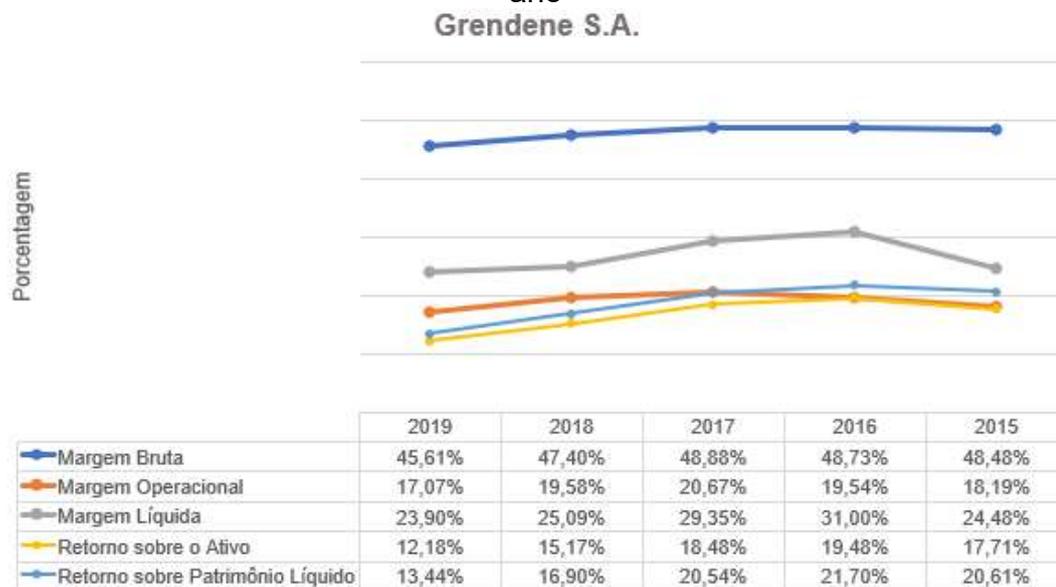
menor receita, mas foi onde o custo dos bens vendidos obteve a menor representatividade sobre as receitas, 55,94%. Sobre a margem operacional e líquida, verifica-se que se apresenta bem menor do que o atingido pela margem bruta sobre todos os anos analisados, evidenciando que a empresa detém um volume significativo de despesas operacionais, e que interveio fortemente no resultado da companhia entre os anos de 2015 e 2016, mostrando-se com prejuízo.

A empresa Cambuci S.A. obteve prejuízo nos anos de 2015 e 2016, por esse motivo seus índices de retorno sobre o ativo se mostraram negativos no período, evidenciando que não obteve resultado em relação aos investimentos realizados. Porém, em 2017, a empresa atingiu 20,20%, seu maior índice dentre todos os anos analisados. De acordo com o Demonstrativo Financeiro da empresa, que data de 2017, o resultado é devido a empresa ter apresentado receita sobre a conta imposto de renda e contribuição social, no valor atualizado de R\$ 41.264 mil, impactada pelo reconhecimento dos créditos de prejuízos fiscais e base negativa em decorrência da adesão ao Programa Especial de Regularização Tributária (PERT), que abrange os débitos de natureza tributária e não tributária, vencidos até 30 de abril de 2017.

O retorno sobre o patrimônio líquido apresentou, em 2015 e 2016, resultados insatisfatórios, ocasionados pelo prejuízo e patrimônio líquido negativo obtidos nos períodos. Mas, em 2017, o índice aumentou, chegando a 666,38% de retorno sobre o patrimônio líquido, resultado justificado pela adesão ao PERT, que impactou na receita significativa sobre a DRE, apresentando lucro no período e reduzindo os prejuízos acumulados do PL. Porém, analisando 2018, observa-se que a empresa apresenta retração de 65,42% comparado ao exercício anterior. Consequentemente o retorno sobre patrimônio líquido diminuí para 69,08% e, no ano seguinte, para 27,32%.

O Gráfico 26 apresenta os indicadores de rentabilidade e lucratividade da empresa Grendene S.A. Observa-se:

Gráfico 26 - Grendene S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano



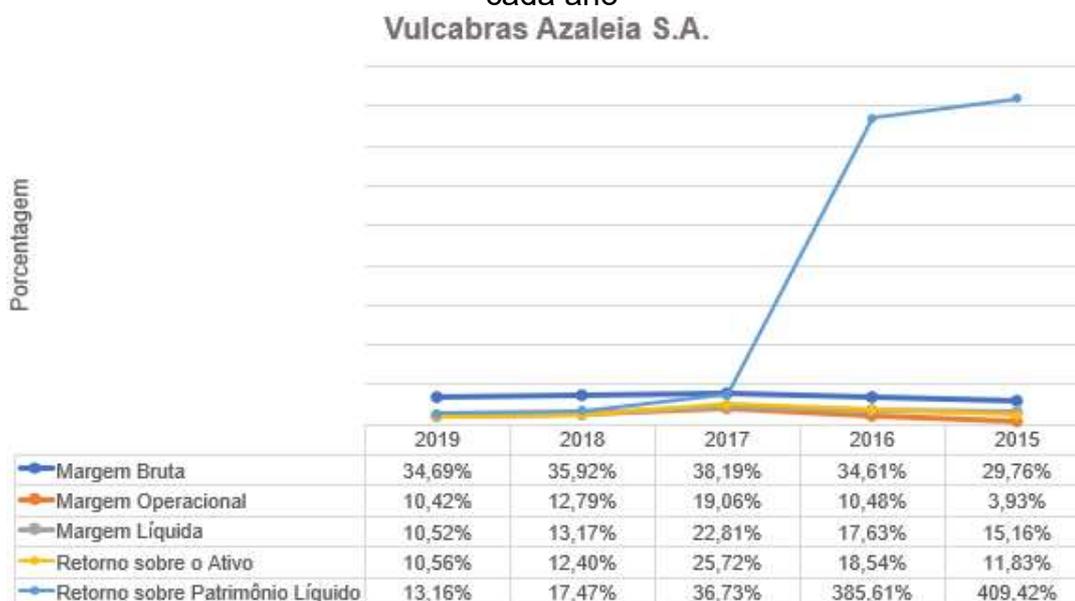
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Com base no Gráfico 26, verifica-se que a margem bruta se mostra favorável. No entanto, assim como na Alpargatas e Cambuci, nota-se margem operacional menor do que a obtida na margem bruta, o que significa um volume alto com despesas operacionais nos anos analisados. Partindo da margem líquida, verifica-se que em todos os anos ela se apresenta maior que os resultados obtidos pela margem operacional, isso porque os resultados financeiros da empresa Grendene se mostram elevados sobre todo o período analisado. O Relatório da Administração da empresa, datado de 2019, mostra que a companhia dispense de receitas financeiras expressivas advindas, em maioria, por receitas de aplicações.

Analisando o retorno sobre o ativo e sobre patrimônio líquido, nota-se que, a partir de 2016 em diante, ambos apresentam quedas. No retorno sobre o ativo, a retenção foi de 7,30% e, sobre o patrimônio líquido, 8,26%, evidenciando que a empresa Grendene S.A. se mostrou menos rentável, considerando 2016 como ano base.

Os indicadores de rentabilidade e lucratividade da empresa Vulcabras Azaleia S.A. podem ser observados a partir do Gráfico 27. Segue:

Gráfico 27 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores de lucratividade e rentabilidade em cada ano



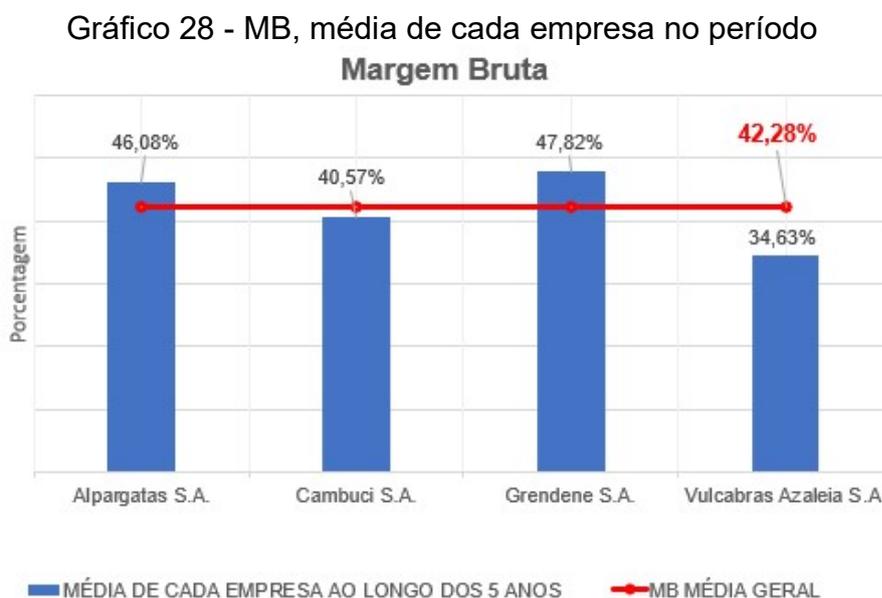
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 27, nota-se que as margens bruta, operacional e líquida não apresentaram oscilações significativas entre os anos analisados, sendo o ano 2017 com as maiores margens apresentadas, representando o período em que a empresa apresentou maior receita sobre as vendas (valor atualizado de R\$ 1.457.487 mil), e maior lucro líquido (valor atualizado de R\$ 332.487 mil). Um aspecto interessante é que, mesmo apresentando maiores vendas em 2017, sua conta de despesas operacionais se mostrou a menor se comparada com os demais anos analisados, (diferença de 17,18% se comparada com 2015; 11,22% comparada a 2016; 10,02% comparada a 2018; 15,50% se comparada a 2019). Este resultado pode ser justificado devido a empresa ter apresentado valor positivo em outras receitas (despesas) operacionais líquidas, advindas de receitas com aluguéis e a adesão ao Programa de Regularização Tributária (PRT), sendo este o principal ganho, gerando créditos tributários a companhia no valor de R\$ 16.997 mil. O valor positivo acarretou uma redução significativa da conta despesas operacionais apresentadas no período, no valor atualizado de R\$ 278.866 mil.

Referente ao retorno sobre o ativo, o maior índice se apresentou em 2017, devido a empresa apresentar seu maior lucro líquido neste período, e o ativo total deste período foi o segundo menor resultado dentre os anos analisados, valor atualizado de R\$ 1.292.942 mil, o que acarretou maior retorno.

Analisando o retorno sobre patrimônio líquido, verifica-se que, nos anos de 2015 e 2016, os índices de retorno se mostraram ótimos, isso porque os lucros líquidos apurados em 2015 e 2016 se mostram muito superiores ao patrimônio líquido apresentado pela empresa no mesmo período. O patrimônio líquido em 2015 representava apenas 2,89% do passivo total, e em 2016, 4,81%. Porém, a partir de 2017, a história mudou: o patrimônio líquido passou a representar, em 2017, 70,02% do passivo total; no ano seguinte, 70,96%, e em 2019, 80,24%. Essa movimentação do patrimônio líquido aconteceu devido a empresa ter emitido ações para venda, fazendo com que o capital social aumentasse em 1420,73% em 2017 comparado com o ano anterior. Conseqüentemente, devido ao aumento do PL, o índice de retorno sobre o ativo só apresentou retrações a partir de 2017, conforme disposto nas Demonstrações Financeiras de 2017.

Por meio do Gráfico 28 é possível analisar a média do setor com as empresas analisadas. A média equivale ao período de cinco anos analisados.

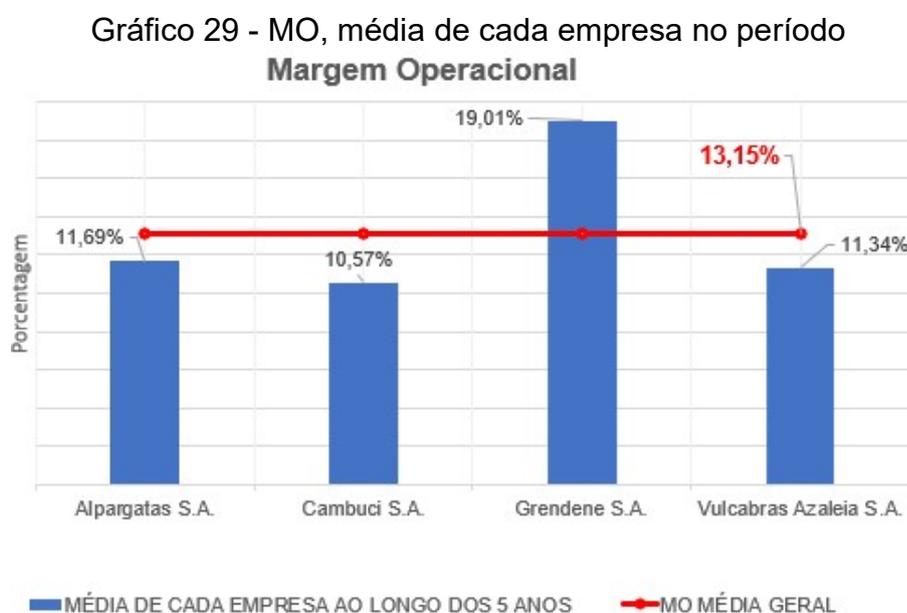


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Verifica-se que as empresas Alpargatas e Grendene apresentaram média superiores à média do setor, evidenciando melhor eficiência no processo de produção, pois conforme Lins e Francisco Filho, 2012, o indicador margem bruta retrata quanto a empresa obteve de lucro na operação em relação às vendas líquidas, podendo assim, mensurar sua eficiência no processo de produção.

Analisando as empresas com média abaixo da linha média do setor, nota-se que a Cambuci e a Vulcabras mostram ter menos eficiência no processo de produção, sendo a Vulcabras a pior entre elas. O CPV da empresa Vulcabras demonstra representatividade média de 65,37% sobre as receitas de vendas, sendo a média mais alta se comparado com as demais empresas, sendo 53,92% da Alpargatas, 59,43% da Cambuci e 52,18% da Grendene, o que confirma o resultado apresentado pelo Gráfico 28.

As médias apresentadas pelas empresas analisadas referente ao indicador margem operacional são verificadas a partir do Gráfico 29. Segue:

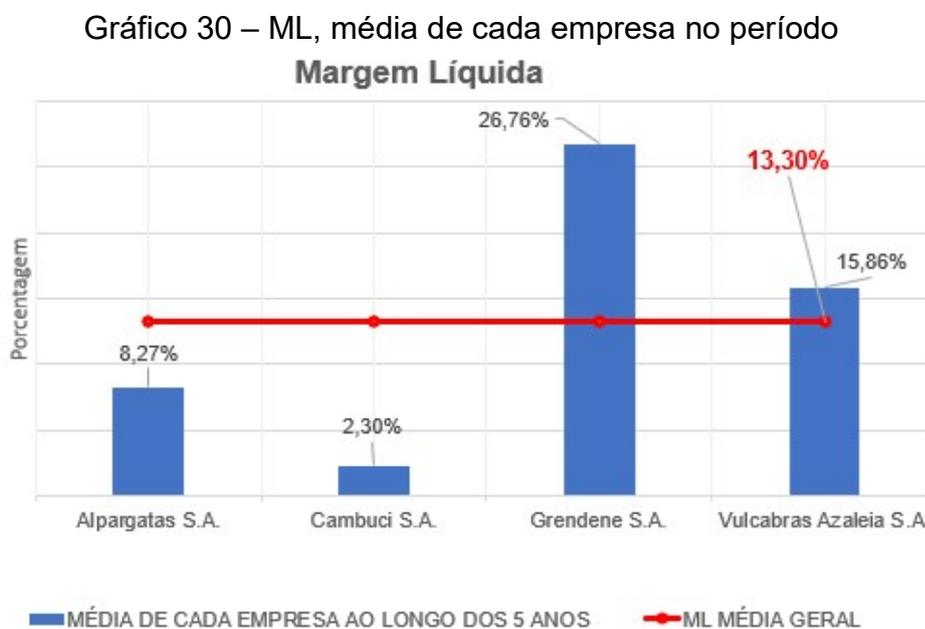


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 29 é possível analisar a empresa, que pela média, é capaz de gerar os melhores resultados, a Grendene, uma vez que a margem operacional é um índice do tipo quanto mais alto, melhor, pois mais lucrativa a operação da empresa se demonstra estar em determinado período. (BRUNI, 2014). Sua média de 19,01% se demonstra superior à média do setor calçadista, enquanto as demais empresas do mesmo ramo apresentam médias inferiores.

A empresa Cambuci S.A. apresenta a pior média dentre as demais, o que significa que ela dispense de um volume de despesas operacionais que maior impacta no seu resultado operacional, e que como discutido anteriormente, esta apuração interveio sobre o resultado da empresa, demonstrando ser a menos capaz de gerar bons resultados.

As médias do setor e das empresas no que se refere ao indicador margem líquida está representada pelo Gráfico 30. Observa-se:



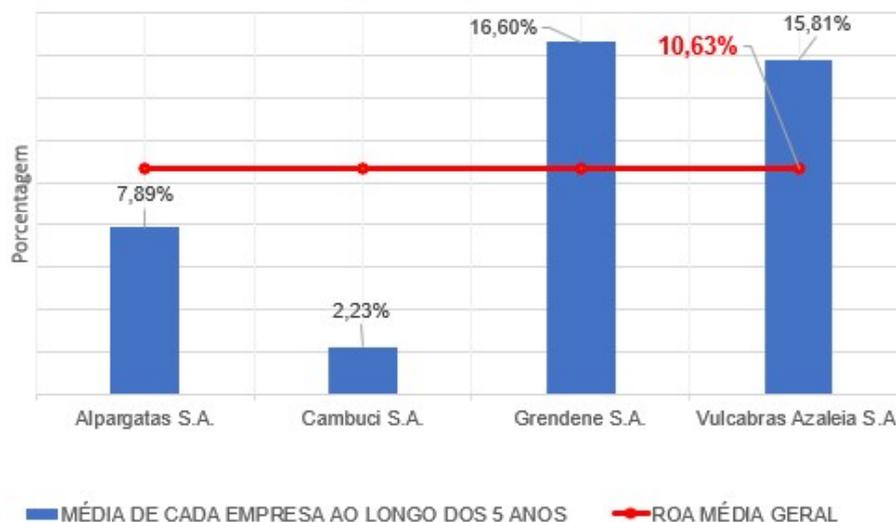
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

De acordo com Perez Júnior e Begalli (2015), a margem líquida verifica a capacidade da empresa em gerar lucros, comparando com a receita líquida de vendas. Nesse sentido, é possível concluir que, quanto mais elevada a margem de lucro líquida, melhor a situação financeira da empresa. Com base nisso, por meio do Gráfico 30, nota-se que a empresa que obtém a melhor situação financeira, se comparado com as empresas do setor calçadista de capital aberto, é a Grendene S.A., pois sua média de 26,76% se mostra acima da média do setor e de qualquer outra empresa analisada do mesmo ramo. A segunda empresa com melhor média é a Vulcabras Azaleia S.A., com média de 15,86%.

As empresas Alpargatas e Cambuci apresentam médias abaixo do setor, sendo esta segunda com pior situação financeira quando comparado com as empresas inseridas no mesmo setor que ela.

A partir do Gráfico 31, verifica-se a média demonstrada pelas empresas em relação ao indicador retorno sobre o ativo. Os dados estão dispostos a seguir:

Gráfico 31 – ROA, média de cada empresa no período
Retorno sobre o Ativo



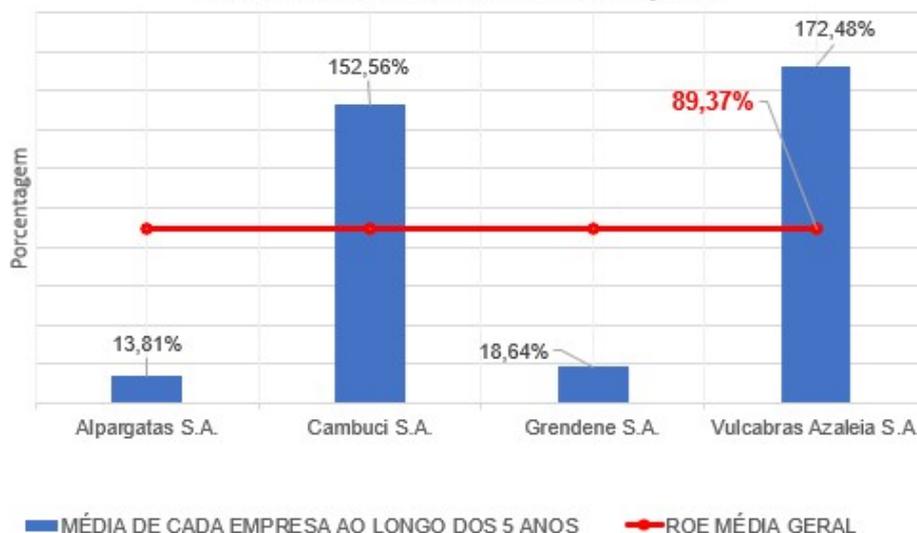
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 31, verifica-se que a empresa que obtém melhor gestão financeira com relação aos seus ativos é a Grendene, com média acima da média do setor e de qualquer outra empresa analisada. Em seguida, se apresenta a empresa Vulcabras, com média também superior ao do setor, evidenciando assim, eficiente gestão financeira, uma vez que quanto maior o percentual auferido, melhor para organização, pois significa que os lucros são aptos de manter seus ativos e, conseqüentemente, indica que a empresa obtém uma gestão financeira adequada no que se refere aos seus ativos. (ALVES, 2018).

Abaixo da linha média do setor se encontra as empresas Alpargatas e Cambuci, apresentando menor eficiência da gestão financeira referente ao ativo, conseqüentemente, demonstrando médias com menores retornos dos investimentos feitos pelos sócios e acionistas.

O Gráfico 32 apresenta as médias das empresas no que se refere ao indicador retorno sobre patrimônio líquido. Segue:

Gráfico 32 – ROE, média de cada empresa no período
Retorno sobre Patrimônio Líquido



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Referente ao retorno sobre o patrimônio líquido, que mensura o retorno dos recursos aplicados na organização por seus investidores, nota-se por meio do Gráfico 32 que a Cambuci surpreende e se apresenta com média superior ao setor, sendo inferior apenas a média da Vulcabras. Essa média apresentada pela Cambuci deu-se devido ao resultado obtido sobre este indicador no ano de 2017, onde atingiu um bom lucro líquido, que conseqüentemente reduziu a conta de prejuízos acumulados, trazendo então um PL positivo.

As empresas Alpargatas e Grendene apresentam-se com médias abaixo do setor, sendo que a primeira demonstra média inferior à segunda. A Grendene apresentou retrações sobre este índice no decorrer dos anos, devido suas sucessivas reduções de lucro líquido, e sem reduções significativas do PL. O caso da Alpargatas não se mostra muito diferente do caso da Grendene, a única movimentação que difere é que, no ano de 2016, ela apresenta seu maior índice, ou seja, se comparado com 2015, o retorno se mostrou maior, por apresentar lucro líquido superior ao ano anterior, porém já em 2017 decaiu, e nos anos seguintes não foi diferente.

4.2 MODELO DINÂMICO DE FLEURIET

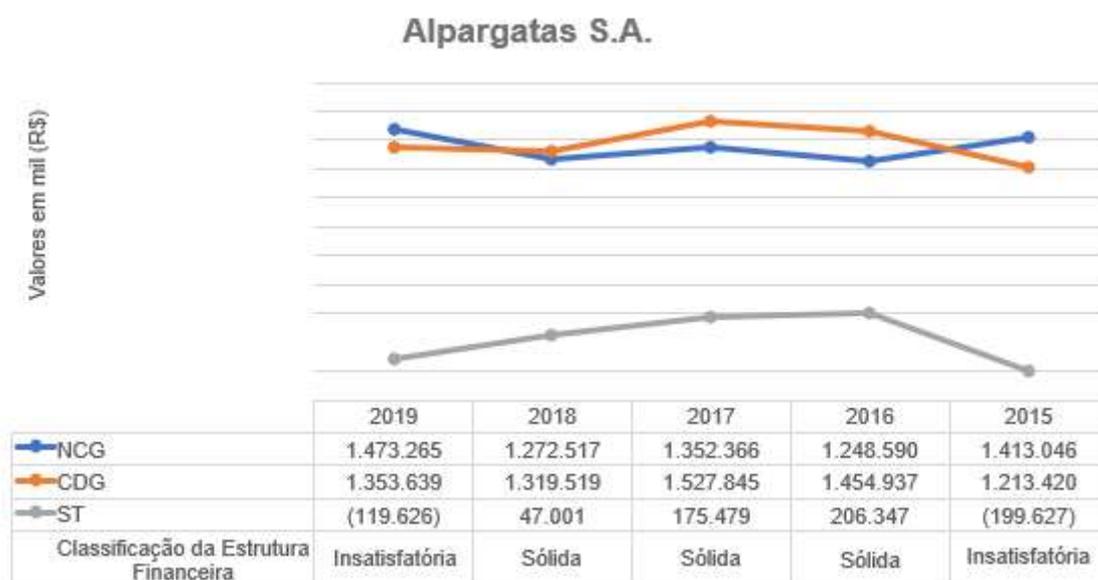
Depois da elaboração da reclassificação do balanço patrimonial, conforme o Modelo Dinâmico de Fleuriet, tornou-se possível analisar a situação financeira das empresas em conjunto aos indicadores fornecidos pelo modelo dinâmico de Fleuriet,

e classificar sua estrutura financeira através da classificação concedida por autores como Braga, Marques e Nossa (2004), e Fleuriet e Zeidan (2015). Os dados completos da análise podem ser observados no Apêndice M.

O Modelo Dinâmico retrata três indicadores para base de análise: Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (ST). Esses indicadores foram calculados para cada empresa analisada entre 2015 e 2019, como também a média que cada empresa apresentou no período analisado e a média do setor calçadista.

A empresa Alpargatas S.A., apresentou estrutura financeira sólida entre os períodos 2016 a 2018, e insatisfatório nos períodos 2015 e 2019. O Gráfico 33 demonstra os valores dos indicadores em cada período analisado da empresa.

Gráfico 33 – Alpargatas S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

A partir do Gráfico 33, é possível notar que a empresa apresentou saldo positivo de NCG em todo o período analisado, representando assim, necessidade de financiar suas operações. De acordo com Vieira (2008), o financiamento dessa demanda poderá ser executado pelas fontes de longo prazo a disposição da empresa por meio do Capital de Giro e complementadas, quando necessário, pelos recursos de curto prazo do Saldo em Tesouraria.

A empresa apresentou Capital de Giro (CDG) positivo em todos os anos analisados, representando uma fonte de recursos de longo prazo a disposição para financiar a NCG ou outras aplicações. Porém, nos anos de 2015 e 2019, o CDG apresentou valores abaixo da NCG em mesmo período. Ou seja, os recursos de longo prazo se mostram insuficientes para cobrir a demanda operacional da empresa. O Saldo em Tesouraria (ST) apresentado pela empresa se mostrou negativo em 2015 (R\$ 199.627 mil), e em 2019 (R\$ 119.626 mil). Nos demais anos, apresentou valores positivos, demonstrando que a empresa obteve recursos suficientes para lidar com suas obrigações financeiras de curto prazo, sem a necessidade de reduzir os recursos alocados no ciclo operacional, entre os anos de 2016 e 2018. (FLEURIET, ZEIDAN, 2015).

Em relação ao setor em que a empresa Alpargatas S.A. está inserida, ela mostrou estar acima da média, no que diz respeito as demais empresas do setor analisadas entre os anos de 2015 e 2019, mas essa afirmação somente se refere aos saldos de NCG e CDG, pois o ST médio apresentado pela empresa Alpargatas S.A., apresentou-se abaixo da média geral. O Gráfico 34 apresenta os valores médios apresentados pela Alpargatas S.A. ao longo dos 5 anos analisados, em relação as demais empresas do setor.

Gráfico 34 – Médias da Alpargatas S.A. ao longo dos 5 anos analisados
Alpargatas S.A.



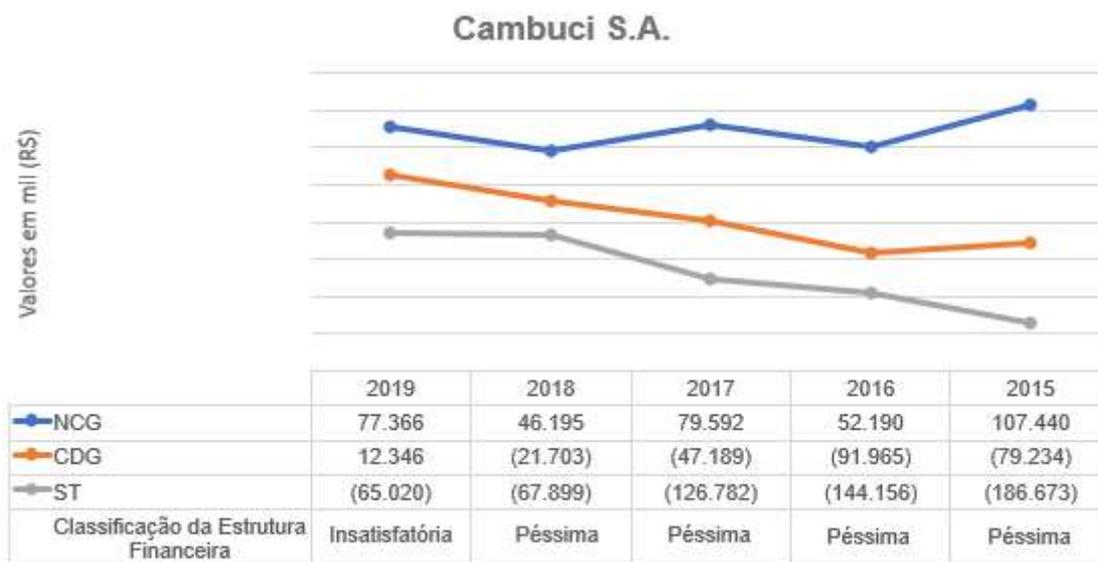
Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 34, nota-se que a empresa acompanhou o setor em relação aos indicadores NCG e CDG, por outro lado, o ST ficou abaixo da média do setor calçadista. Este resultado se deu devido a empresa ter apresentado ST negativo em dois períodos, 2015 e 2019. Em 2015, o ST negativo demonstrou de fato o efeito tesoura, esse tipo de acontecimento costuma ser comum, onde as vendas aumentam rapidamente, para empresa Alpargatas S.A. suas vendas de 2014 para 2015, obteve um crescimento de 13,28%, conseqüentemente sua NCG aumentou mais do que seu financiamento foi capaz de suportar e a empresa não obteve em um mesmo ritmo aumentar seu CDG com fontes externas, provocando assim o que se chama de efeito tesoura. No período de 2019 houve o mesmo acontecimento, a empresa apresentava desde 2016 baixas em sua receita com vendas, porém em 2019 obteve crescimento de 2,35%, comparado ao ano de 2018.

Outro fator relevante que impactou diretamente no resultado negativo do Saldo de Tesouraria no período de 2019, se refere a conta outras obrigações não operacionais do passivo errático, que obteve um crescimento de 312,89% em comparação com 2018. Esse crescimento se deu devido a companhia ter adotado, a partir de 1º de janeiro de 2019, o modelo de contabilização de arrendamentos no balanço patrimonial para arrendatários, em que o arrendatário reconhece um ativo de direito de uso que retrata o seu direito de utilizar o ativo arrendado e um passivo de arrendamento que caracteriza a sua obrigação de efetuar pagamentos do arrendamento. Ou seja, essa contabilização adotada pela empresa, aumentou a conta do ativo cíclico, conseqüentemente, aumentou o resultado da NCG positivamente. Por outro lado, gerou obrigação na conta do passivo errático, o que ajudou consideravelmente o resultado de ST negativo no exercício de 2019. Outra operação que está inclusa nesse aumento de 312,89% da conta outras obrigações não operacionais é sobre ativos mantidos para venda, resultantes da venda da participação acionária restantes da Alpargatas S.A. Com isso, gerou-se um ativo cíclico, aumentando a NCG, e um passivo errático, diminuindo o ST. (ALPARGATAS, 2019).

A empresa Cambuci S.A. apresentou estrutura financeira péssima entre o período de 2015 a 2018, e insatisfatória no ano de 2019. O Gráfico 35 apresenta os valores em cada período dos indicadores da empresa.

Gráfico 35 - Cambuci S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 35, é possível notar que a empresa se encontra em uma situação financeira delicada, onde demonstra uma NCG que precisa ser financiada, porém não dispõem de recursos de longo prazo para realizar o financiamento, onde então, a captação de dívidas de curto prazo se torna necessários para conseguir financiar parte de seus ativos permanentes e parte de sua Necessidade de Capital de Giro. (VIEIRA, 2008).

Importante ressaltar que quando o Saldo de Tesouraria é negativo, a empresa está propensa a evidenciar dificuldades financeiras iminentes, ainda mais se a situação for recorrente. (MATIAS, 2018). Contudo, a empresa conseguiu apresentar uma melhoria na sua situação financeira no período de 2019, passando de péssima para insatisfatória, onde seu Capital de Giro resultou em valor positivo, porém não o suficiente para cobrir sua Necessidade de Capital de Giro. Este resultado, seu deu devido, principalmente, a queda da conta de obrigações trabalhistas no decorrer dos anos analisados, onde no período de 2015 o valor foi de R\$ 25.215 mil, e em 2019 R\$ 5.300 mil, uma queda de 78,98%, conseqüentemente, sua NCG diminuiu. A empresa também apresentou uma alavancagem em seus investimentos de longo prazo no período de 2019, aumento de 7178,73%, comparado com 2018, isso ajudou para que

a empresa apresentasse CDG positivo. Outro fator relevante, se refere a conta empréstimos e financiamentos de curto prazo, pois ao decorrer dos 5 anos analisados, obteve-se quedas decorrentes, chegando a 73,35% de queda em 2019, comparado com 2015, esse fator ajudou a empresa diminuir o valor negativo do seu ST, ano após ano, de R\$ (186.673) em 2015, para R\$ (65.020) em 2019.

A empresa Cambuci S.A. apresentou os valores médios de indicadores no período, conforme o Gráfico 36.

Gráfico 36 - Médias da Cambuci S.A. ao longo dos 5 anos analisados
Cambuci S.A.

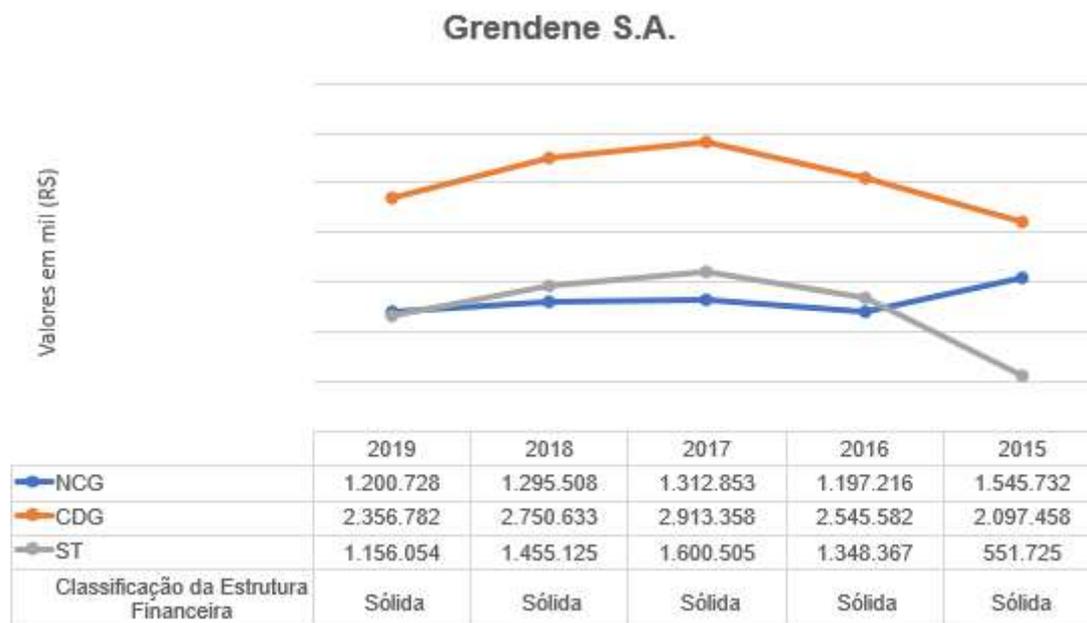


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

A partir do Gráfico 36, se torna possível observar que indicadores médios da empresa Cambuci está abaixo do saldo da média apresentada pelo setor, pela qual ela está inserida. Com base nos indicadores médios, é possível verificar que o setor apresentou estrutura financeira sólida, por outro lado, a empresa Cambuci não compartilhou deste mesmo resultado, pois apresentou estrutura financeira péssima, tornando-se um fato negativo demonstrado por ela sobre a sua estrutura financeira.

O Gráfico 37 apresenta os indicadores apresentados pela empresa Grendene S.A., entre os períodos 2015 a 2019.

Gráfico 37 – Grendene S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Por meio do Gráfico 37, nota-se que a empresa Grendene S.A., demonstra estabilidade nos saldos apresentados em cada ano pelos indicadores NCG, CDG e ST. Com base nisso, verifica-se que a estrutura financeira da empresa, a partir dos indicadores, apresentou-se sólida em todos os anos analisados. Conforme retratado no referencial teórico, a estrutura financeira sólida, demonstra que a NCG é financiada pelo CDG, ou seja, a empresa obtém recursos de longo prazo aplicados a curto prazo, demonstrando assim, uma situação financeira satisfatória. (NEVES JÚNIOR; RODRIGUES; LEITE, 2011).

A empresa Grendene S.A. apresentou entre 2015 e 2019 saldo positivo na média dos indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet. O Gráfico 38 demonstra esses valores, com relação à média apresentada pelo setor, pela qual a Grendene S.A. está inserida.

Gráfico 38 - Médias da Grendene S.A. ao longo dos 5 anos analisados
Grendene S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Analisando o Gráfico 38, é possível observar a distância dos saldos médios retratados pelos indicadores NCG, CDG e ST da empresa Grendene S.A., em relação aos saldos médios apresentados pelo setor em mesmo período, ou seja, a estrutura financeira da empresa se mostra acima da média do setor de calçados.

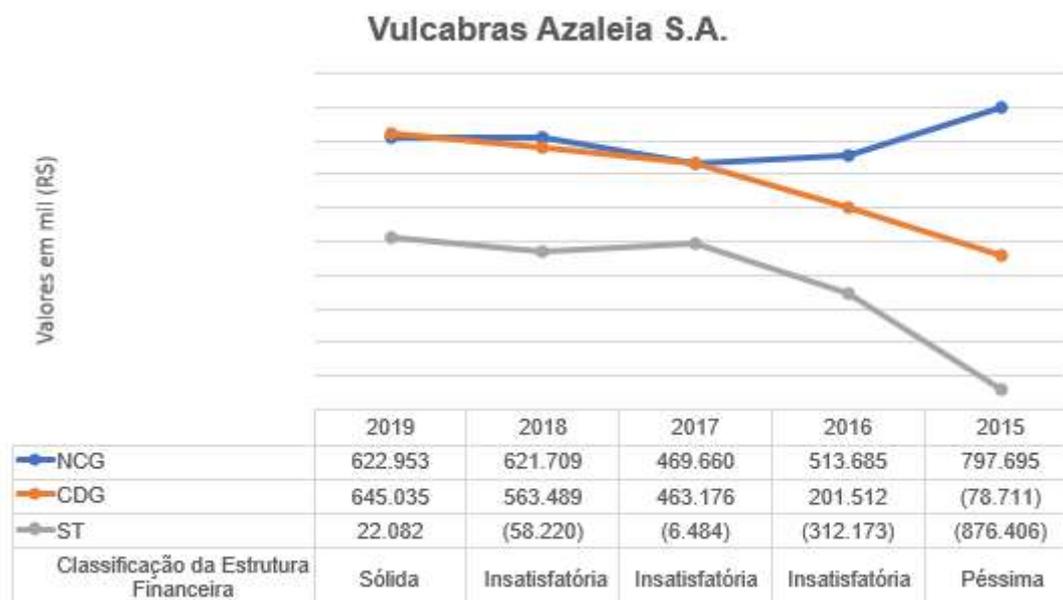
Em relação aos indicadores analisados, o ST da Grendene S.A. é alto em relação à média do setor em todos os anos analisados. Anualmente as empresas do setor apresentaram as seguintes médias de ST, 2015 R\$ (177.745) mil, 2016 R\$ 274.596 mil, 2017 R\$ 410.680 mil, 2018 R\$ 344.002 mil e 2019 R\$ 248.373 mil. Vale destacar que em 2015, como o setor apresentou ST negativo, a estrutura financeira se mostrou insatisfatória, ou seja, a empresa Grendene S.A. se diferenciou do setor positivamente, apresentado estrutura financeira sólida no mesmo período.

Como forma de justificativa, no que se refere aos indicadores ST e CDG elevados da empresa Grendene S.A. em relação aos apresentados pelas demais empresas inseridas no mesmo setor, é devido as altas aplicações financeiras de curto e longo prazo que a Grendene detém. Porém, é importante observar que quando uma empresa apresenta ST positivo elevado, não significa uma condição necessariamente desejável, pode apontar que a empresa não esteja aproveitando as oportunidades de investimentos proporcionais à sua estrutura financeira. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

A empresa Vulcabras Azaleia S.A. apresentou ao longo dos 5 anos analisados oscilações nos indicadores do Modelo Dinâmico de Fleriet, por este motivo sua

estrutura financeira mudou três vezes durante os anos analisados, em 2015 apresentou estrutura financeira péssima, entre 2016 e 2018, mudou para insatisfatória e em 2019 passou a ser sólida. O Gráfico 39 demonstra os valores dos indicadores em cada período analisado da empresa.

Gráfico 39 - Vulcabras Azaleia S.A., indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriet em cada ano

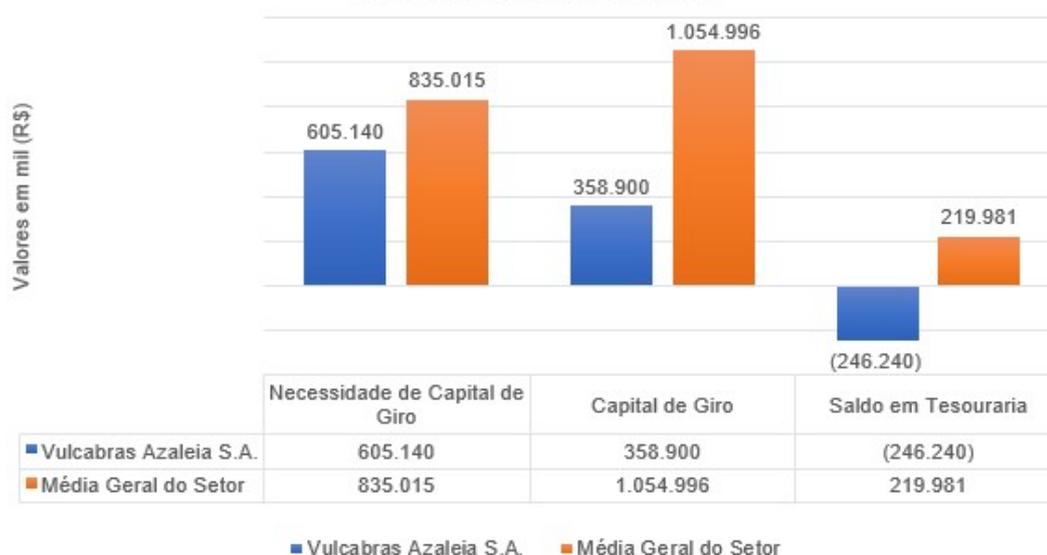


Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

A partir do Gráfico 39, é possível notar que em 2015 o CDG se apresenta negativo, sendo assim, significa que uma aplicação de longo prazo precisa ser financiada, provocando assim uma pressão adicional sobre a posição financeira da empresa. (VIERIA, 2008). No período entre 2016 e 2018, o CDG é positivo, porém insuficiente para cobrir a NCG apresentada, apenas em 2019 o CDG se tornou suficiente para cobrir.

No Gráfico 40 é possível comparar os saldos médios de indicadores da empresa Vulcabras Azaleia S.A. com os dos apresentados pelo setor.

Gráfico 40 - Médias da Vulcabras Azaleia S.A. ao longo dos 5 anos analisados
Vulcabras Azaleia S.A.



Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Com base na média geral da empresa no período analisado, quanto a sua estrutura financeira, foi classificada como insatisfatória. Sendo assim, a empresa não conseguiu acompanhar a classificação do setor, que se mostrou sólida. Anualmente, a mesma acompanhou a classificação do setor somente em 2019, quando ambas, empresa e setor, se classificaram como sólidas.

Como fator de relevância, a empresa apresentou mudança na sua estrutura financeira de 2015 para 2016, devido a captação de empréstimos e financiamentos de longo prazo, resultando em um aumento de 155,27%. Isso fez com que alcançasse CDG positivo, porém não o suficiente para cobrir sua NCG. Para mudar essa situação, a empresa diminuiu sua captação de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo e aumentou seu patrimônio líquido consideravelmente, chegando a um valor de R\$ 1.087.428 mil em 2019 (em 2016 esse valor era de apenas R\$ 59.532, um crescimento de 94,53%). Com esse movimento, o CDG aumentou e o ST se tornou positivo, indicando assim, que a empresa passou a dispor de um excedente para utilizações de aplicações de curto prazo, em outras palavras, toda a sua demanda operacional está sendo financiada de forma integral com recurso a longo prazo. (VIEIRA, 2008).

4.3 SÍNTESE DA ANÁLISE ECÔNOMICO - FINANCEIRA

A partir da aplicação do Modelo Tradicional e Modelo Dinâmico de Fleuriet, se tornou possível verificar a situação econômico-financeira das empresas do segmento de calçados listadas na B3 nos anos de 2015 a 2019 (APÊNDICE A,B,C,D,E,F,G,H,I,J,K). Os dados das cinco empresas analisadas foram dispostos, resultando na análise que se apresenta nos próximos parágrafos.

A empresa Alpargatas S.A. (APÊNDICE A, B, C) apresentou índices de liquidez corrente, seca e geral satisfatórias em todos os anos analisados. Sobre a liquidez imediata, foi a empresa que mostrou a maior média dentre as demais companhias. Porém seu PMRE médio se mostrou o mais longo, 122 dias. Esse dado é considerado um indicativo negativo, uma vez que a organização transforma o seu estoque em disponibilidades mais tardiamente e assim acaba por tornar oneroso para a empresa, obtendo uma liquidez pior. Ou seja, se a empresa não apresentasse esse indicativo, provavelmente sua liquidez se mostraria ainda mais satisfatória.

O último ano analisado foi marcado com baixas dos índices de retorno sobre o ativo e patrimônio líquido, representando um período de em que os acionistas tiveram menor retorno. Isso porque a empresa obteve lucro líquido menor do que ano anterior, 25,42%, e o ativo total e patrimônio líquido apresentaram evolução, 3,18% e 5,88% respectivamente, comparado ao exercício anterior. Mesmo com receita de vendas maior que ao do ano anterior, suas despesas operacionais se mostraram elevadas, o que afetou no resultado da empresa. De acordo com o Relatório da Administração, em 2019 a empresa obteve maiores despesas operacionais devido, em grande parcela, a desvalorização da unidade geradora de caixa (UGC) ASAIC, despesas com encerramento de lojas e indenização com representantes comerciais

De maneira geral, a empresa se mostrou líquida, sendo a segunda a apresentar menor média de endividamento. Demonstrou retorno sobre o ativo e patrimônio líquido em todos os anos analisados, mas que foram considerado retornos baixos, uma vez que sua média apresentada pelo ROA e ROE ficaram abaixo da média do setor. Obteve margem bruta média acima da média do setor, porém suas despesas operacionais e financeiras levaram a empresa apresentar médias de margem operacional e líquida abaixo das médias do setor. No que diz respeito a sua estrutura financeira, sua classificação em 2015 se mostrou insatisfatória, havendo uma melhora em 2016, passando a ser sólida, mas voltou a ser insatisfatória em 2019. Ou seja,

voltou a não obter CDG suficiente para cobrir sua NCG. Vale destacar que a empresa apresentou CDG insuficiente em 2019 devido, principalmente, ao aumento da conta ativo total, 41,18%, comparado com ano anterior. Segundo as notas explicativas apresentadas pela empresa em 2019, o imobilizado aumentou consideravelmente, pois houve registros de valor elevado (R\$ 84.738 mil) sobre a conta projetos em andamento, que se referem a melhorias e modernização das fábricas, aprimoramento e expansão do processo fabril, na infraestrutura e sistemas de TI. Em outras palavras, investimentos que podem dar bons resultados a longo prazo.

A empresa Cambuci S.A. (APÊNDICE D, E, F) apresentou os piores indicadores de liquidez, comparado as demais empresas analisadas, obtendo em 2016 sua pior performance. Segundo os dados do Relatório da Administração de 2016, esses resultados foram causados devido a busca em recuperar e aumentar suas margens operacionais por meio do lançamento de nova linha de produtos. Aliás, a desvalorização do real perante ao dólar fez com que a empresa diminuísse as importações e aumentasse sua produção local, fazendo com que houvesse aumento das despesas de fabricação e novo posicionamento dos volumes de produção, resultando na redução da margem bruta, que se mostrou a menor dentre os demais anos analisados.

Nota-se que, em 2016, a empresa Cambuci obteve o maior prejuízo líquido, R\$ 38.241 mil. No mesmo ano o PMRE aumentou e a liquidez corrente e seca apresentaram declínio, este declínio está atrelado ao fato de que o endividamento aumentou, o que significa que empresa buscou empréstimos para suprir seu capital de giro, uma vez que o PMRE, apresentava uma quantidade elevada de dias. Além disso, verificamos que em todos os anos analisados a empresa demonstrou necessidade de capital de giro, pois seu PMRV se mostrou maior que o PMPC. Com isso se pode confirmar o resultado obtido no modelo dinâmico, pois apresentou NCG positiva em todos os anos analisados.

Referente aos indicadores de endividamento, verificou-se que a empresa demonstrou melhoras significativas, pois nos dois primeiros anos seus resultados se mostraram preocupantes. De acordo com o Relatório de Administração, em 2015, a empresa havia encerrado suas atividades no Paraguai, devido a inviabilidade de manter os custos de mão de obra da fábrica por causa da variação cambial do Guarani perante o Real. Com isso, a produção foi transferida para a Bahia, fazendo com que os custos trabalhistas aumentassem significativamente nos anos de 2015 e 2016.

Além disso, houve a reclassificação da conta “Impostos, Taxas e Obrigações” para curto prazo, onde havia o parcelamento do ICMS que a empresa obtinha. Aliás, a elevação da taxa de juros e desvalorização do real perante o dólar cooperou para o aumento no saldo da conta empréstimos e financiamentos. Todavia, no ano de 2016 a empresa começou a planejar e colocar em prática a reestruturação das operações para reduzir o endividamento bancário, reduzir os custos das dívidas e alongar os prazos dos passivos, conforme informações do Demonstrativo Financeiro da empresa, datado de 2016. A prática surtiu efeito e a empresa passou a ter lucro já em 2017, porém, até o último ano analisado, a empresa ainda obteve índice elevado sobre participação de terceiros e imobilização do patrimônio líquido.

A Cambuci apresentou capital de giro negativo entre os anos de 2015 e 2018, pois boa parte da sua necessidade de capital de giro era financiada pelos empréstimos e financiamentos de curto prazo. Mas, em 2019, o CDG se tornou positivo, uma vez que a empresa já buscava alongar os prazos dos passivos, e apresentou um aumento significativo sobre a conta investimentos a longo prazo (aumento de 7178,73% em 2019 comparado ao ano anterior). Essa mudança se deu por conta da transferência de um imóvel da subsidiária Cambuci Trust S/A, avaliada em R\$ 51.200 mil, informação também disponibilizada no Demonstrativo Financeiro da empresa de 2019.

Por fim, nota-se que a empresa Cambuci S.A. apresentou melhora considerável nos indicadores do modelo tradicional e dinâmico, sua estrutura financeira em 2019, passou a ser classificada como insatisfatória, o que em períodos anteriores se mostrava péssima, porém ainda se encontra em uma situação vulnerável para quaisquer mudanças em seus ambientes de negócio e financeiro.

A empresa Grendene S.A. (APÊNDICE F, G, H, I) apresentou os melhores indicadores de liquidez, o que demonstra que a empresa não está passando por nenhum momento de crise. Vale ressaltar que a empresa apresentou média de composição de endividamento maior do que as demais empresas, mas devido seus altos índices de liquidez a empresa se mostra líquida, ficando claro sua capacidade de cumprir com suas obrigações de curto prazo.

Referente aos indicadores de atividade, nota-se que a Grendene é a empresa que demonstra maior discrepância entre o PMRV e o PMPC, isso se torna possível, pois mostra que a organização possui recursos suficientes para cobrir as suas obrigações e, por conta, disso consegue estender seus recebimentos para um prazo

considerado longo. Ela apresenta os menores prazos de pagamentos sobre compras, com média de 12 dias para quitar suas obrigações de curto prazo, e obteve os maiores índices de liquidez, com média de R\$ 8,03 na corrente e R\$ 7,16 na seca (válido ressaltar que apresentou a menor média de endividamento geral, 10,76%). Analisando todas essas informações, nota-se divergências entre os indicadores, essencialmente no que se refere a liquidez que, conforme o que normalmente ocorre com as companhias que demonstram esse panorama, deveria apresentar valores inferiores a R\$ 1,00. Todavia, a empresa se mostra capitalizada, o que torna absorta a seguir o que é julgado normal para maioria das empresas.

Enfim, a empresa Grendene S.A. apresentou, em maioria, os melhores resultados sobre os indicadores do modelo tradicional e dinâmico, mostrando deter de uma eficiente administração. Apresenta estrutura financeira sólida em todos os períodos analisados, resultado exclusivo, pois nenhuma outra empresa de capital aberto inserida no setor calçadista alcançou este resultado entre os anos analisados.

A empresa Vulcabras Azaleia S.A. (APÊNDICE J, K, L, M) obteve, nos anos de 2015 e 2016, resultados sobre os indicadores de liquidez insatisfatórios, exceto sobre a liquidez corrente apresentada em 2016, que foi de R\$ 1,40. Os resultados insatisfatórios em 2015, pode ser justificado devido a empresa ter feito contratações de Cédulas de Crédito de Exportação, Nota de Crédito de Exportação, Cédula de Crédito Bancário e Financiamentos de Importação, que acabou resultando num grande impacto sobre a liquidez da companhia. Mesmo ocorrendo a valorização do dólar, acabou não representando o que a companhia esperava e que, associado ao baixo consumo nacional e o excedente de produtos importados, decidiu investir na exportação de seus produtos por meio dessas linhas de crédito, conforme visto no Demonstrativo Financeiro da empresa, datado de 2015.

A Vulcabras passou a apresentar indicadores do modelo tradicional e dinâmico satisfatórios, em maioria, a partir de 2017. Seus indicadores de liquidez corrente, seca e geral aumentaram consideravelmente. Os prazos médios de rotação dos estoques e recebimento de vendas diminuíram significativamente, devido aos indicadores de liquidez favoráveis o prazo médio de pagamento de compras também diminuiu. Os indicadores de endividamento diminuíram consideravelmente, exceto a composição do endividamento, mas como a empresa apresentava liquidez corrente elevada, mostrava capacidade de quitar todas as suas dívidas de curto prazo. A diminuição aconteceu, principalmente, devido às retrações significativas das contas empréstimos

e financiamento de curto e longo prazo. Os índices de rentabilidade e lucratividade também aumentaram, exceto retorno sobre PL, uma vez que no ano de 2017, houve um aumento grande sobre a conta PL, de 1420,73% comparado ao ano anterior, motivo pelo qual já foi exposto no capítulo anterior, onde a empresa fez emissão de ações para venda. Esse impacto do aumento do PL em 2017 também pode ser visto sobre o indicador CDG, que aumentou em 129,85% comparado ao ano anterior. E, no ano de 2018, seu CDG se mostrou suficiente para cobrir a NCG da companhia, o que em períodos anteriores não se mostrou suficiente.

No decorrer dos anos analisados, foi possível identificar a evolução da situação econômico-financeira da empresa Vulcabras, sua estrutura financeira passou de péssima para insatisfatório no ano de 2016, quando comparada ao exercício anterior, e em 2019 passou a ser classificada como sólida. Enfim, a empresa passou a ser mais líquida e com menos endividamento. A única desvantagem se refere aos investidores, pois a empresa deixou de apresentar altos índices de retorno sobre o patrimônio líquido, como aos que foram demonstrados em 2015 e 2016, 409,42% e 385,61% respectivamente.

Finalizada a análise econômico-financeira de cada empresa analisada, encerra-se o estudo com a conclusão, em que se comentam os principais resultados encontrados, as limitações do estudo e as sugestões para novas pesquisas.

5 CONCLUSÃO

A economia brasileira se apresentou em expansão no período estudado, os avanços do sistema econômico e do mercado financeiro relacionados ao elevado custo do crédito, fortalecem as necessidades da devida gestão do capital de giro, conjuntamente com análises gerenciais de negócio, para contribuir a tomada de decisão. A análise econômico-financeiro proporciona a avaliação da capacidade de geração de lucros de uma empresa, sendo também uma forma de medir o desenvolvimento da companhia. Através dela, se torna possível encontrar métodos que permitem avaliar a situação financeira do negócio. O modelo tradicional e o modelo dinâmico de Fleuriet fornecem um conjunto de indicadores e métodos por meio dos quais se pode verificar a situação econômico-financeira. Diante do exposto, este estudo foi motivado a analisar a situação econômico-financeira das empresas do segmento de calçados listadas na B3 nos anos de 2015 a 2019 sob a ótica dos modelos tradicional e dinâmico.

Em um primeiro momento, fez-se a revisão teórica na qual este estudo se fundamenta, abordando os conceitos introdutórios da análise das demonstrações contábeis, dos indicadores econômico-financeiros do modelo tradicional. Em sequência apresentou-se o modelo dinâmico de Fleuriet, seus indicadores e os tipos de estruturas que as empresas podem apresentar. Após a revisão teórica elencou-se alguns estudos anteriores já publicados sobre o tema, permitindo assim, um mapeamento empírico sobre o problema de pesquisa.

Depois da revisão teórica, os dados foram tratados, analisados e interpretados através da aplicação do modelo tradicional e modelo dinâmico. Os resultados demonstraram os saldos e as médias dos indicadores do modelo tradicional e dinâmico de cada empresa analisada, assim como a média do setor, proporcionando uma análise de todo o período analisado ou anualmente, ou seja, se tornou possível verificar a situação econômico e financeira das companhias de capital aberto inseridas no setor de calçados, sendo realizadas comparações e análise dos resultados obtidos.

Com relação aos indicadores de liquidez, ficou evidente a disparidade da empresa Grendene S.A. Em relação aos índices de liquidez corrente, seca e geral, nota-se que a empresa poderia utilizar ainda mais os seus recursos, caso ache necessário. Em geral, os índices de liquidez se mostraram favoráveis para todas as empresas analisadas, com exceção da Cambuci S.A. que apresentou em todos os

anos analisados liquides seca, imediata e geral abaixo de R\$ 1,00, ou seja, mostrou não ter capacidade suficiente para quitar suas dívidas, mas vale ressaltar que não é tão alarmante esta incapacidade, visto que os saldos se mostraram próximo de R\$ 1,00.

Quanto aos indicadores de atividade, nota-se que cada empresa possuiu uma estratégia diferente, pois enquanto umas diminuía o tempo de recebimento das vendas outras aumentavam, ocasionando oscilações constantes. Referente ao pagamento das compras, a Alpargatas, Cambuci e Grendene até conseguem prazos maiores em 2016, mas no ano seguinte já diminuem. Sobre o prazo de renovação dos estoques, a partir de 2016, a Alpargatas só aumentou esse tempo, ou seja, ela foi comprando mais e vendendo menos, já no caso das demais empresas analisadas, este indicador apresentou oscilações, ou seja, quedas e aumento sobre o período analisado.

Ao que se refere ao endividamento, a empresa Cambuci recebe o primeiro lugar, sendo essa a que mais utiliza capital de terceiros, mas é importante destacar que seus índices mostraram quedas gradativas no decorrer dos anos, assim como as demais empresas. A empresa Grendene apresentou baixos índices de endividamentos, exceto a composição de endividamento, mostrando assim, sua consolidação no cenário nacional. Com relação à rentabilidade, as empresas Alpargatas, Grendene e Vulcabras, apesar das oscilações, os sócios e acionistas sempre tiveram retorno de seus investimentos, assim como os ativos que sempre geraram retornos positivos para as companhias. Vale destacar os elevados retornos sobre o ativo apresentados pela Vulcabras entre os anos de 2015 e 2016, mas também a queda que se obteve a partir de 2017, porém ainda sim apresentou retorno positivo. A Cambuci, em 2017, apresentou o maior retorno para os sócios e acionistas, 666,38%, quando comparado com as demais empresas sobre todos os anos analisados, isso porque a empresa vem se reestruturando após anos com prejuízo acumulado, evidenciando que o risco para quem investe nela é maior, assim como o seu retorno, que pode ser maior também.

Por meio dos saldos apresentados pelos indicadores do modelo dinâmico de Fleuriet de cada empresa em cada ano analisado, assim como a média do setor no período, constatou-se que a estrutura financeira média predominante no setor é a sólida, exceto em 2015, onde apresentou estrutura insatisfatória. Dentre as empresas, a que apresentou melhor situação financeira foi a Grendene, se mostrando sólida em

todos os anos analisados. Por outro lado, a que se mostrou com pior estrutura no período foi a Cambuci, classificada como péssima entre os anos de 2015 e 2018, e insatisfatória em 2019.

Conclui-se, portanto, que tanto o objetivo geral quanto os objetivos específicos da pesquisa foram atendidos. Foram aplicados os modelos tradicional e dinâmico e, a partir deles, a situação econômico-financeira das empresas de capital aberto do setor calçadista foi analisada, chegando às conclusões aqui apresentadas.

A pesquisa apresenta relevância profissional, visto que compete ao contador dominar estes assuntos e saber aplicar no dia a dia das empresas, como também no seu próprio negócio. Sendo assim, o contador é capaz de demonstrar a importância da análise das demonstrações contábeis para o gestor, dando amparo para ele tomar a melhor tomada de decisão.

Por fim, sugere-se para futuras investigações sobre a temática aqui abordada, nova análise dos anos seguintes a este estudo com uma amostra maior, para verificar o desempenho econômico e financeiro destas companhias em exercícios seguintes, aplicando também outros indicadores não abordados nesta pesquisa para obter maiores dados para análise.

REFERÊNCIAS

ABICALÇADOS. **Gestão da Inovação na Indústria Calçadista**. Disponível em: <<https://www.abicalcados.com.br/noticia/gestao-da-inovacao-na-industria-calcadista>>. Acesso em: 5 set. 2020. Blog: Abinforma.

ABICALÇADOS. **Relatórios Anuais**. Disponível em: <<http://abicalcados.com.br/publicacoes/relatorio-anual>>. Acesso em: 5 set. 2020.

ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. **Análise das demonstrações contábeis em IFRS e CPC facilitada e sistematizada**. Rio de Janeiro: Atlas, 2019.

ALPARGATAS. **Demonstrações Financeiras Completas**. Disponível em: <<https://ri.alpargatas.com.br/listresultados.aspx?idCanal=wiumvO4IPwrRa7r34jMclw==>>. Acesso em: 18 abr. 2021.

ALPARGATAS, **Relatório da Administração**. 2015. Disponível em: <<https://ri.alpargatas.com.br/Download.aspx?Arquivo=IC8gYoyFyYdS6GTlvAZ1YQ==>>. Acesso em: 12 mai. 2021.

ALVES, Aline. **Análise das demonstrações financeiras**. Porto Alegre: SAGAH, 2018.

AMBROZINI; Marcelo Augusto, MATIAS, Adalberto Borges; JÚNIOR, Tabajara Pimenta. Análise Dinâmica de Capital de Giro Segundo o Modelo Fleuriet: uma Classificação das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1996 a 2013. **Contabilidade Vista & Revista**. v.25, n.2, p.15-37, 2015. Disponível em: <<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1416>>. Acesso em: 1 ago. de 2020.

ASSAF NETO, Alexandre. **Curso de administração financeira**. ed. 4. Rio de Janeiro: Atlas, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: um enfoque econômico e financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamentos de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2010.

BARBOSA, Alessandra; CUNHA, Moisés Ferreira da; RABELO, Carolina Teixeira; RECH, Ilírio José. Influência de uma estratégia agressiva ou conservadora de gestão do capital de giro na lucratividade das empresas. **Congresso de Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina**. Santa Catarina, 2015. Disponível em: <http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso_internacional/anais/6CCF/51_16.pdf>. Acesso em: 9 jul. 2020.

BATISTELLA, Flávio Donizete. Análise dinâmica do capital de giro e inflação: um estudo de caso em empresa de recursos hídricos. **Congresso de Controladoria e Contabilidade. 6 Congresso USP Controladoria e Contabilidade**. São Paulo,

2006. Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos62006/205.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2020.

BEUREN, Ilse M. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BRAGA, Hugo Rocha. **Demonstrações contábeis: estrutura, análise e interpretação**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BRAGA, Roberto. **Análise Avançada do Capital de Giro**. Caderno de Estudos nº3. São Paulo: FIPECAFI, 1991.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CAMBUCI. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. 2019. Disponível em: <http://www.cambuci.com.br/ri/Downloads/Info_Financeiras/DFP/2019/DFP2019_Formato%20CVM.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2021.

CANAL RURAL. **Setor calçadista está preocupado com concorrência de países asiáticos**.

Disponível em: <<https://www.canalrural.com.br/noticias/setor-calcadista-esta-preocupado-com-concorrenca-paises-asiaticos-12848/>>. Acesso em: 5 out. 2020.

CAMBUCI. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. 2017. Disponível em: <http://www.cambuci.com.br/ri/Downloads/Info_Financeiras/DFP/2017/DFP_2017.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2021.

CAMBUCI. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. 2016. Disponível em: <http://www.cambuci.com.br/ri/Downloads/Info_Financeiras/DFP/2016/DFP_2016.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2021.

ESTADÃO. **Produção de sapatos cai 30% e indústria recua a patamar de 16 anos atrás**. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/blogs/coluna-do-broad/producao-de-sapatos-cai-30-e-industria-recua-a-patamar-de-16-anos-atras/>>. Acesso em: 5 set. 2020.

EXCLUSIVO. **Calçadistas se mobilizam pela renovação e ampliação do antidumping**. Disponível em:

<http://exclusivo.com.br/_conteudo/negocios/2020/07/30/calcadistas-se-mobilizam-pela-renovacao-e-ampliacao-do-antidumping.html>. Acesso em: 5 out. 2020.

FLEURIET, Michel; ZEIDAN, Rodrigo. **O Modelo Dinâmico de Gestão Financeira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015. p.320.

FONSECA, Regina Célia Veiga da. **Metodologia do trabalho científico**. Curitiba: IESDE Brasil S.A., 2009.

FRANCISCO, J. R. DE S.; ROCHA, A. S.; AMARAL, H. F. Estrutura financeira empresas ramo de calçados: determinantes entre o modelo tradicional liquidez e modelo dinâmico. **Ágora: revista de divulgação científica**, v. 25, p. 92-111. 2020.

Disponível em: <<http://www.periodicos.unc.br/index.php/agora/article/view/2919>>. Acesso em: 5 out. 2020.

FRANCO, H. **Estrutura, análise e interpretação de balanços**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GRENDENE. **Relatório da Administração**. 2019. Disponível em: <http://static.grendene.aatb.com.br/relatorio/1454_RADM_2018_pt.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2021.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

KUHN, Ivo Ney; LAMPERT, Amaury Luís. **Análise Financeira**. 1. ed. Ijuí: Editora Ijuí, 2012.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

LINS, Luiz dos Santos; FRANCISCO FILHO, José. **Fundamentos e Análise das Demonstrações Contábeis: uma abordagem interativa**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**. 8. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2019.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; CARNEIRO JÚNIOR, João Bosco Arbués; KÜHL, Carlos Alberto. **Análise Financeira das empresas: da abordagem financeira e convencional às medidas de criação de valor**. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015.

MARTINS, Eliseu. **Análise didática das demonstrações contábeis**. 2. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2018.

MARTINS, Eliseu; MIRANDA, José; DINIZ, Josedilton Alves. **Análise Didática das demonstrações contábeis**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

MASCARENHAS, Sidnei Augusto. **Metodologia científica**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2012.

MATARAZZO, Dante Carmine, 1947. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças Corporativas de Curto Prazo: A Gestão do Valor do Capital de Giro**. v. 1. São Paulo: Atlas, 2007. 285p

MODELO FLEURIET. **O site oficial do modelo dinâmico**. Disponível em: <<http://www.modelo-fleuriet.com/>>. Acesso em: 22 set. de 2020.

MODRO, Wilton Moisés; FAMÁ, Rubens; PETROKAS, Leandro Augusto. Modelo Tradicional X Modelo Dinâmico de Análise do Capital de Giro: Um estudo comparativo entre duas empresas de mesmo setor com diferentes performances financeiras. **Revista FACEF Pesquisa Desenvolvimento e Gestão**. Franca, v. 15, n.1, p. 90-106, jan/fev/mar/abr 2012. Disponível em: <<http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/537>>. Acesso em: 6 set. 2020.

MOREIRA, Lídia da Silva; SANTOS, Rosália Gonçalves Costa. **Aplicação do modelo fleuriet de análise dinâmica do capital de giro na empresa Makro Atacadistas S.A.** Faculdade de Minas. Belo Horizonte, MG, 2015. Disponível em: <<https://docplayer.com.br/1686233-Aplicacao-do-modelo-fleuriet-de-analise-dinamica-do-capital-de-giro-na-empresa-makro-atacadista-s-a.html>>. Acesso em: 6 set. 2020.

NEVES JUNIOR, Idalberto José; RODRIGUES, Danielle de Faria; LEITE, Luciana de Azevedo. Modelo Fleuriet: Estudo Exploratório sobre a Aplicação do Modelo de Análise Dinâmica de Capital de Giro para a Avaliação de Desempenho de Empresas Brasileiras do Período de 2008. **Anais do Congresso de Controladoria e Contabilidade da UFSC**. Santa Catarina. v. 4. 2011. Disponível em: <dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/4CCF/20101217191906.pdf>. Acesso em: 28 set. 2020

PADOVEZE, Clovis Luiz; BENEDICTO, Gildeon Carvalho de. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3ª Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade Gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Introdução à administração financeira: texto e exercícios**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

PEREZ JÚNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antônio. **Elaboração e Análise das demonstrações financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia Do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2ª ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013. Disponível em: <<http://www.feevale.br/Comum/midias/8807f05a-14d0-4d5b-b1ad-1538f3aef538/Ebook%20Metodologia%20do%20Trabalho%20Cientifico.pdf>>. Acesso em: 18 out. 2020.

RIBEIRO, Osni Moura. **Noções de análise de demonstrações contábeis**. São Paulo: Erica, 2020.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanço fácil**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

SAPORITO, Antônio. **Análise e Estrutura das demonstrações contábeis**. 1. ed. Curitiba: Intersaberes, 2015.

SATO, Sonia Sanae. **Análise econômico-financeiro setorial: estudo da relação entre liquidez e rentabilidade sob a ótica do modelo dinâmico**. São Paulo, 2007. 205p. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18140/tde-05032008-110440/pt-br.php>>. Acesso em: 3 jul. 2020.

SAVYTZKY, Taras. **Análise de balanços**. 6. ed. Curitiba: Juruá, 2010.

SILVA, Alexandre Alcântara da. **Estrutura, Análise e Interpretação das demonstrações contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, Gilson Rodrigues da; LOPES, Jorge Expedito de Gusmão; PEDENEIRAS, Marcleide Maria Macedo; TAVARES, Márcia Ferreira Neves; SILVA, Edjane Esmerina Dias da. UM ESTUDO SOBRE O MODELO FLEURIET APLICADO NA GESTÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS NA BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. v. 8, n. 2, p. 92-109, 2016. Disponível em: <<https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/8430>>. Acesso em: 01 out. 2020.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 13. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2018.

SOUZA, Acilon Batista de. **Curso de administração financeira e orçamento: princípios e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2014.

SOUZA, Ailton Fernando. **Análise financeira das demonstrações contábeis na prática**. São Paulo: Trevisan, 2015.

TÓFOLI, Irso. **Administração financeira empresarial**. Lins: Raízes gráfica e editora, 2012.

VERTES, Alexandre; WURCH, Adolpho Walter. **Estrutura, Análise e Interpretação de Balanços**. 7. ed. São Leopoldo: Revista ampliada e atualizada - UNISINOS, 1983.

VICENCONTI, Paulo; NEVES, Silvério das. **Contabilidade avançada e análise das demonstrações financeiras**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

VIEIRA, Marcos Villela. **Administração estratégica do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VULCABRAS. **Demonstrações financeiras 2017**. 2017. Disponível em: <<https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/2a4ff98c-d670-4434-962c10e11bafd659/demonstracoesfinanceiras/6786f0959d294887490274f79c2780f5>>

22a71bc024990634c959d9643dbffb5f/dfp_%E2%80%93_demonstracoes_financeiras_padronizadas_%E2%80%93_2017.pdf>. Acesso em: 10 mai. 2021.

WÜRCH, Adolpho Walter; GONÇALVES, Odair. **Análise das demonstrações contábeis**. São Leopoldo: Editora UNISINOS, 2012.

APÊNDICE A – ALPARGATAS S.A. - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Balanco Patrimonial R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH	Indicadores
Ativo	4.522.040	100,00%	5,88%	4.270.809	100,00%	-3,78%	4.438.401	100,00%	2,23%	4.341.424	100,00%	-14,52%	5.079.087	100,00%	100,00%	
Ativo Circulante	2.610.134	57,72%	1,81%	2.563.826	60,03%	-8,94%	2.815.447	63,43%	8,43%	2.596.559	59,81%	-12,89%	2.980.715	58,69%	100,00%	
Caixa e Equivalentes de Caixa	566.263	12,52%	1,72%	556.673	13,03%	-23,33%	726.086	16,36%	61,63%	449.228	10,35%	-15,71%	532.983	10,49%	100,00%	ST
Aplicações Financeiras	0	0,00%	-100,00%	23.774	0,56%	-73,28%	88.994	2,00%	-30,02%	127.154	2,93%	-1,02%	125.871	2,48%	100,00%	ST
Duplicatas a Receber	883.288	19,53%	-15,36%	1.043.530	24,43%	-0,79%	1.051.839	23,70%	-1,61%	1.069.041	24,62%	-10,37%	1.192.701	23,48%	100,00%	NGC
Estoques	674.780	14,92%	-13,90%	783.673	18,35%	-2,81%	806.309	18,17%	7,67%	748.900	17,25%	-12,43%	855.177	16,84%	100,00%	NGC
Outros operacionais AC	485.803	10,74%	211,06%	156.176	3,66%	9,81%	142.229	3,20%	-29,67%	202.236	4,66%	-26,19%	273.983	5,39%	100,00%	NGC
Ativo Não Circulante	1.911.906	42,28%	12,00%	1.706.983	39,97%	5,18%	1.622.954	36,57%	-6,99%	1.744.865	40,19%	-16,85%	2.098.373	41,31%	100,00%	
Realizável a LP	427.649	9,46%	9,36%	391.042	9,16%	78,66%	218.874	4,93%	28,31%	170.579	3,93%	-9,87%	189.259	3,73%	100,00%	CDG
Investimentos	2.294	0,05%	-7,93%	2.492	0,06%	63,58%	1.523	0,03%	-39,85%	2.532	0,06%	-19,09%	3.130	0,06%	100,00%	CDG
Imobilizado total	1.167.595	25,82%	41,18%	827.015	19,36%	-0,68%	832.715	18,76%	0,46%	828.880	19,09%	-17,10%	999.903	19,69%	100,00%	CDG
Intangível	314.368	6,95%	-35,37%	486.434	11,39%	-14,64%	569.841	12,84%	-23,29%	742.873	17,11%	-18,01%	906.081	17,84%	100,00%	CDG
Passivo	4.522.040	100,00%	5,88%	4.270.809	100,00%	-3,78%	4.438.401	100,00%	2,23%	4.341.424	100,00%	-14,52%	5.079.087	100,00%	100,00%	
Passivo Circulante	1.256.495	27,79%	0,98%	1.244.307	29,14%	-3,36%	1.287.602	29,01%	12,79%	1.141.623	26,30%	-35,40%	1.767.295	34,80%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos	176.925	3,91%	-56,87%	410.178	9,60%	-13,08%	471.882	10,63%	95,84%	240.954	5,55%	-63,95%	668.368	13,16%	100,00%	ST
Outras obrigações não operacionais	508.964	11,26%	312,89%	123.269	2,89%	-26,50%	167.709	3,78%	29,92%	129.082	2,97%	-32,10%	190.112	3,74%	100,00%	ST
Obrigações Sociais e Trabalhistas	149.656	3,31%	-6,04%	159.273	3,73%	5,10%	151.550	3,41%	-18,85%	186.758	4,30%	-19,79%	232.842	4,58%	100,00%	NGC
Fornecedoras	350.505	7,75%	-27,26%	481.869	11,28%	7,60%	447.847	10,09%	-8,69%	490.485	11,30%	-16,95%	590.623	11,63%	100,00%	NGC
Obrigações Fiscais	50.952	1,13%	6,22%	47.967	1,12%	26,79%	37.831	0,85%	-52,13%	79.022	1,82%	24,09%	63.680	1,25%	100,00%	NGC
Provisões	19.493	0,43%	-10,38%	21.752	0,51%	101,74%	10.782	0,24%	-29,64%	15.323	0,35%	-29,29%	21.670	0,43%	100,00%	NGC
Passivo Não Circulante	530.953	11,74%	41,11%	376.269	8,81%	-30,05%	537.892	12,12%	-35,08%	828.524	19,08%	17,45%	705.443	13,89%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos LP	101.825	2,25%	-58,86%	247.524	5,80%	-33,94%	374.678	8,44%	-14,73%	439.378	10,12%	83,47%	239.481	4,72%	100,00%	CDG
Outros LP	416.895	9,22%	280,49%	109.567	2,57%	-5,89%	116.419	2,62%	-66,27%	345.116	7,95%	-20,40%	433.557	8,54%	100,00%	CDG
Provisões LP	12.233	0,27%	-36,21%	19.177	0,45%	-59,02%	46.795	1,05%	6,28%	44.031	1,01%	35,87%	32.406	0,64%	100,00%	CDG
Patrimônio Líquido	2.734.592	60,47%	3,18%	2.650.233	62,05%	1,43%	2.612.908	58,87%	10,19%	2.371.277	54,62%	-9,02%	2.606.349	51,32%	100,00%	CDG

APÊNDICE B – ALPARGATAS S.A. - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Demonstração do Resultado de exercício R\$ (Mil)	2019 AV	AH	2018 AV	AH	2017 AV	AH	2016 AV	AH	2015 AV	AH
Receita de vendas de Bens e/ou Serviços	3.712.184	100,00%	3.627.106	100,00%	4.294.706	100,00%	4.654.057	100,00%	5.450.499	100,00%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	- 1.845.252	-49,71%	- 1.852.475	-51,07%	- 2.402.748	-55,95%	- 2.587.508	-55,60%	- 3.122.396	-57,29%
Resultado Bruto	1.866.932	50,29%	1.774.631	48,93%	1.891.958	44,05%	2.066.549	44,40%	2.328.103	42,71%
Despesas/Receitas Operacionais	- 1.437.882	-38,73%	- 1.193.867	-32,92%	- 1.454.144	-33,86%	- 1.524.346	-32,75%	- 1.835.156	-33,67%
Resultado antes do Resultado Financeiro e Tributos	429.050	11,56%	580.764	16,01%	437.814	10,19%	542.203	11,65%	492.947	9,04%
Resultado Financeiro	- 1.557	-0,04%	7.928	0,22%	- 84.953	-1,98%	- 99.939	-2,15%	81.998	1,50%
Resultado antes dos Tributos sobre o Lucro	427.493	11,52%	572.837	15,79%	352.861	8,22%	442.265	9,50%	410.950	7,54%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	- 1.111.510	-30,00%	- 65.315	-1,80%	- 53.589	-1,25%	- 26.428	-0,57%	- 37.235	-0,68%
Resultado Líquido das Operações Continuadas	315.983	8,51%	507.522	13,99%	406.450	9,46%	415.837	8,93%	373.715	6,86%
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	- 56.648	-1,53%	- 159.813	-4,41%	- 1.932	-0,04%	- 4.345	-0,09%	- 18.442	-0,34%
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	259.335	6,99%	347.709	9,59%	404.518	9,42%	411.492	8,84%	355.273	6,52%

APÊNDICE C – ALPARGATAS S.A. – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS

Indicadores Modelo Dinâmico de Fleuriet R\$ (Mil)	2019	2018	2017	2016	2015	média indicadores
NCG	1.473.265	1.272.517	1.352.366	1.248.590	1.413.046	1.351.957
CDG	1.353.639	1.319.519	1.527.845	1.454.937	1.213.420	1.373.872
ST	-	119.626	47.001	175.479	206.347	199.627
Classificação da Estrutura Financeira	INSATISFATÓRIA	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	INSATISFATÓRIA	

Indicadores de Liquidez (R\$)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Liquidez corrente	2,0773	2,0604	2,1866	2,2744	1,6866	2,06
Liquidez Seca	1,5285	1,4111	1,5503	1,6067	1,1914	1,46
Liquidez imediata	0,4507	0,4474	0,5639	0,3935	0,3016	0,43
Liquidez Geral	1,6995	1,8233	1,6622	1,4045	1,2820	1,57

Indicadores de Atividade (dias)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	142	154	117	112	84	122
Prazo Médio de recebimento de vendas	93	104	89	87	80	91
Prazo Médio de Pagamento das Compras	86	91	69	78	64	78

					Média indicadores
Ciclo operacional (dias)	236	258	205	199	213
Ciclo Econômico (dias)	93	104	89	87	91
Ciclo Financeiro (dias)	149	167	137	121	135

Indicadores de Estrutura ou de Endividamento (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Endividamento Geral	39,53%	37,95%	41,13%	45,38%	48,68%	42,53%
Participação de Capital de Terceiros	65,36%	61,15%	69,86%	83,08%	94,87%	74,87%
Composição do Endividamento	70,30%	76,78%	70,53%	57,95%	71,47%	69,41%
Imobilização do Patrimônio Líquido	54,28%	49,65%	53,74%	66,39%	73,25%	59,46%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	45,45%	43,48%	44,56%	49,20%	57,65%	48,07%

Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Margem Bruta	50,29%	48,93%	44,05%	44,40%	42,71%	46,08%
Margem Operacional	11,56%	16,01%	10,19%	11,65%	9,04%	11,69%
Margem Líquida	6,99%	9,59%	9,42%	8,84%	6,52%	8,27%
Retorno sobre o Ativo	5,73%	8,14%	9,11%	9,48%	6,99%	7,89%
Retorno sobre Patrimônio Líquido	9,48%	13,12%	15,48%	17,35%	13,63%	13,81%

**APÊNDICE D – CAMBUCI S.A. - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS
PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE
HORIZONTAL E VERTICAL**

Balanço Patrimonial R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH	Indicadores
Ativo	243.235	100,00%	5,46%	230.639	100,00%	-9,82%	255.768	100,00%	-0,54%	257.151	100,00%	-28,79%	361.092	100,00%	100,00%	
Ativo Circulante	110.313	45,35%	-9,23%	121.535	52,69%	-17,93%	148.094	57,90%	-6,61%	158.580	61,67%	-34,78%	243.133	67,33%	100,00%	
Caixa e Equivalentes de Caixa	9.053	3,72%	-5,23%	9.552	4,14%	16,58%	8.194	3,20%	-33,67%	12.353	4,80%	-15,70%	14.654	4,06%	100,00%	ST
Aplicações Financeiras	1	0,00%	-99,96%	2.854	1,24%	-55,39%	6.398	2,50%		0	0,00%		0	0,00%	100,00%	ST
Duplicatas a Receber	50.754	20,87%	-15,12%	59.796	25,93%	-10,24%	66.620	26,05%	3,64%	64.280	25,00%	-51,29%	131.975	36,55%	100,00%	NCG
Estoques	36.201	14,88%	-10,65%	40.516	17,57%	-26,07%	54.803	21,43%	-18,16%	66.962	26,04%	-4,57%	70.168	19,43%	100,00%	NCG
Outros operacionais AC	14.304	5,88%	62,25%	8.816	3,82%	-27,01%	12.079	4,72%	-19,40%	14.996	5,83%	-43,10%	29.336	7,29%	100,00%	NCG
Ativo Não Circulante	132.922	54,65%	21,83%	109.104	47,31%	1,33%	107.674	42,10%	9,24%	98.570	38,33%	-16,44%	117.960	32,67%	100,00%	
Realizável a LP	49.383	20,30%	3,59%	47.673	20,67%	24,58%	38.266	14,96%	33,12%	28.745	11,18%	-15,43%	33.990	9,41%	100,00%	CDG
Investimentos	52.017	21,39%	7178,73%	715	0,31%	-1,85%	728	0,28%	875,85%	75	0,03%	-79,22%	359	0,10%	100,00%	CDG
Imobilizado total	28.029	11,52%	-53,23%	59.926	25,98%	-11,71%	67.878	26,54%	-1,47%	68.889	26,79%	-15,05%	81.097	22,46%	100,00%	CDG
Intangível	3.493	1,44%	341,69%	791	0,34%	-1,39%	802	0,31%	-6,97%	862	0,34%	-65,69%	2.513	0,70%	100,00%	CDG
Passivo	243.235	100,00%	5,46%	230.639	100,00%	-9,82%	255.768	100,00%	-0,54%	257.151	100,00%	-28,79%	361.092	100,00%	100,00%	
Passivo Circulante	97.967	40,28%	-31,61%	143.238	62,10%	-26,65%	195.284	76,35%	-22,06%	250.546	97,43%	-22,28%	322.366	89,28%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos	49.490	20,35%	-9,01%	54.389	23,58%	-52,51%	114.524	44,78%	-22,49%	147.759	57,46%	-20,43%	185.699	51,43%	100,00%	ST
Outras obrigações não operacionais	24.584	10,11%	-5,14%	25.916	11,24%	-3,48%	26.850	10,50%	206,89%	8.749	3,40%	-44,02%	15.628	4,33%	100,00%	ST
Obrigações Sociais e Trabalhistas	5.300	2,18%	-33,02%	7.913	3,43%	0,21%	7.896	3,09%	-74,51%	30.975	12,05%	22,84%	25.215	6,98%	100,00%	NCG
Fornecedores	11.658	4,79%	-45,36%	21.343	9,25%	-6,98%	22.943	8,97%	-22,62%	29.649	11,53%	-35,08%	45.671	12,65%	100,00%	NCG
Obrigações Fiscais	6.935	2,85%	-79,41%	33.677	14,60%	45,98%	23.070	9,02%	-30,95%	33.413	12,99%	-33,38%	50.153	13,89%	100,00%	NCG
Provisões	0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	100,00%	NCG
Passivo Não Circulante	71.294	29,31%	15,85%	61.539	26,68%	16,70%	52.732	20,62%	9,13%	48.319	18,79%	23,20%	39.220	10,86%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos LP	29.643	12,19%	96,26%	15.104	6,55%	108,63%	7.240	2,83%	-20,95%	9.158	3,56%	-59,32%	22.512	6,23%	100,00%	CDG
Outros LP	36.959	15,19%	-11,32%	41.677	18,07%	-2,92%	42.929	16,78%	18,18%	36.326	14,13%	185,47%	12.725	3,52%	100,00%	CDG
Provisões LP	4.692	1,93%	-1,38%	4.758	2,06%	85,65%	2.563	1,00%	-9,57%	2.834	1,10%	-28,84%	3.983	1,10%	100,00%	CDG
Patrimônio Líquido	73.974	30,41%	186,03%	25.862	11,21%	233,57%	7.753	3,03%	-118,59%	-41.714	-16,22%	8344,99%	-494	-0,14%	100,00%	CDG

APÊNDICE E – CAMBUCI S.A. - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Demonstração do Resultado de exercício R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH
Receita de vendas de Bens e/ou Serviços	219.836	100,00%	-17,22%	265.565	100,00%	-11,30%	299.399	100,00%	-5,63%	317.267	100,00%	-17,78%	385.869	100,00%	100,00%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	- 122.981	-55,94%	-21,76%	- 157.183	-59,19%	-13,15%	- 180.991	-60,45%	-7,94%	- 196.607	-61,97%	-14,50%	- 229.942	-59,59%	100,00%
Resultado Bruto	96.855	44,06%	-10,64%	108.382	40,81%	-8,47%	118.408	39,55%	-1,87%	120.661	38,03%	-22,62%	155.927	40,41%	100,00%
Despesas/Receitas Operacionais	- 58.911	-26,80%	-23,82%	- 77.332	-29,12%	-18,93%	- 95.392	-31,86%	-11,37%	- 107.630	-33,92%	-1,40%	- 109.159	-28,29%	100,00%
Resultado antes do Resultado Financeiro e Tributos	37.944	17,26%	22,20%	31.051	11,69%	34,91%	23.016	7,69%	76,62%	13.031	4,11%	-72,14%	46.768	12,12%	100,00%
Resultado Financeiro	- 25.504	-11,60%	21,98%	- 20.908	-7,87%	65,10%	- 12.664	-4,23%	-75,27%	- 51.207	-16,14%	-37,28%	- 81.648	-21,16%	100,00%
Resultado antes dos Tributos sobre o Lucro	12.440	5,66%	22,65%	10.142	3,82%	-2,02%	10.352	3,46%	-127,12%	- 38.176	-12,03%	9,45%	- 34.880	-9,04%	100,00%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	7.771	3,53%	0,77%	7.712	2,90%	-81,31%	41.264	13,78%	-38341,77%	- 108	-0,03%	-96,46%	- 3.050	-0,79%	100,00%
Resultado Líquido das Operações Contínuadas	20.211	9,19%	13,20%	17.854	6,72%	-65,41%	51.616	17,24%	-234,82%	- 38.284	-12,07%	0,93%	- 37.930	-9,83%	100,00%
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	1	0,00%	-91,53%	12	0,00%	-76,21%	50	0,02%	-216,82%	- 42	-0,01%	-104,80%	884	0,23%	100,00%
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	20.212	9,19%	13,13%	17.866	6,73%	-65,42%	51.665	17,26%	-235,10%	- 38.241	-12,05%	3,23%	- 37.046	-9,60%	100,00%

APÊNDICE F – CAMBUCI S.A. – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS

Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuret R\$ (Mil)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
NCG	77.366	46.195	79.592	52.190	107.440	72.557
CDG	12.346	- 21.703	- 47.189	- 91.965	- 79.234	45.549
ST	-	65.020	- 67.899	- 126.782	- 144.156	118.106
Classificação da Estrutura Financeira	INSATISFATÓRIA	PESSIMA	PESSIMA	PESSIMA	PESSIMA	

Indicadores de Liquidez (R\$)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Liquidez corrente	1,1260	0,8485	0,7584	0,6329	0,7542	0,82
Liquidez Seca	0,7454	0,5552	0,4686	0,3598	0,5349	0,53
Liquidez imediata	0,0924	0,0667	0,0420	0,0493	0,0455	0,06
Liquidez Geral	0,9435	0,8263	0,7514	0,6268	0,7664	0,78

Indicadores de Atividade (dias)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	112	109	121	126	101	114
Prazo Médio de recebimento de vendas	91	86	79	111	109	95
Prazo Médio de Pagamento das Compras	50	56	56	70	72	61

						Média indicadores	
Ciclo operacional (dias)		203	195	200	237	211	209
Ciclo Econômico (dias)		91	86	79	111	109	95
Ciclo Financeiro (dias)		153	139	144	167	139	148

Indicadores de Estrutura ou de Endividamento (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Endividamento Geral	69,59%	88,79%	96,97%	116,22%	100,14%	94,34%
Participação de Capital de Terceiros	228,81%	791,79%	3198,90%	-716,47%	-73203,83%	-13940,16%
Composição do Endividamento	57,88%	69,95%	78,74%	83,83%	89,15%	75,91%
Imobilização do Patrimônio Líquido	112,93%	237,53%	895,22%	-167,39%	-16999,73%	-3184,29%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	57,51%	70,29%	114,75%	1057,16%	216,83%	303,31%

Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Margem Bruta	44,06%	40,81%	39,55%	38,03%	40,41%	40,57%
Margem Operacional	17,26%	11,69%	7,69%	4,11%	12,12%	10,57%
Margem Líquida	9,19%	6,73%	17,26%	-12,05%	-9,60%	2,30%
Retorno sobre o Ativo	8,31%	7,75%	20,20%	-14,87%	-10,26%	2,23%
Retorno sobre Patrimônio Líquido	27,32%	69,08%	666,38%	0,00%	0,00%	152,56%

**APÊNDICE G – GRENDENE S.A - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS
PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE
HORIZONTAL E VERTICAL**

Balanco Patrimonial R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH	Indicadores
Ativo	4.064.447	100,00%	-1,89%	4.142.743	100,00%	0,40%	4.126.402	100,00%	10,48%	3.735.066	100,00%	-9,13%	4.110.324	100,00%	100,00%	
Ativo Circulante	2.654.724	65,32%	-15,57%	3.144.341	75,90%	-4,28%	3.285.003	79,61%	14,79%	2.861.695	76,62%	11,10%	2.575.882	62,67%	100,00%	
Caixa e Equivalentes de Caixa	18.072	0,44%	1,69%	17.772	0,43%	-48,87%	34.755	0,84%	46,53%	23.719	0,64%	-17,43%	28.726	0,70%	100,00%	ST
Aplicações Financeiras	1.314.338	32,34%	-20,92%	1.662.046	40,12%	-6,32%	1.774.115	42,99%	19,99%	1.478.578	39,59%	83,55%	805.524	19,60%	100,00%	ST
Duplicatas a Receber	927.360	22,82%	-13,90%	1.077.089	26,00%	0,67%	1.069.877	25,93%	10,28%	970.172	25,97%	-24,12%	1.278.642	31,11%	100,00%	NCG
Estoques	277.106	6,82%	-10,37%	309.164	7,46%	-4,06%	322.250	7,81%	7,71%	299.196	8,01%	-15,21%	352.863	8,58%	100,00%	NCG
Outros operacionais AC	117.848	2,90%	50,56%	78.271	1,89%	-6,83%	84.007	2,04%	-6,69%	90.030	2,41%	-18,25%	110.128	2,68%	100,00%	NCG
Ativo Não Circulante	1.409.723	34,68%	41,20%	998.402	24,10%	18,66%	841.399	20,39%	-3,66%	873.371	23,38%	-43,08%	1.534.442	37,33%	100,00%	
Realizável a LP	860.663	21,18%	68,71%	510.146	12,31%	59,54%	319.768	7,75%	-18,77%	393.634	10,54%	-59,49%	971.666	23,64%	100,00%	CDG
Investimentos	31.898	0,78%	7115,24%	442	0,01%	-7,01%	475	0,01%	0,52%	473	0,01%	-14,94%	556	0,01%	100,00%	CDG
Imobilizado total	484.823	11,93%	6,63%	454.696	10,98%	-6,70%	487.368	11,81%	9,69%	444.319	11,90%	-14,34%	518.693	12,62%	100,00%	CDG
Intangível	32.339	0,80%	-2,35%	33.117	0,80%	-1,98%	33.788	0,82%	-3,31%	34.944	0,94%	-19,72%	43.527	1,06%	100,00%	CDG
Passivo	4.064.447	100,00%	-1,89%	4.142.743	100,00%	0,40%	4.126.402	100,00%	10,48%	3.735.066	100,00%	-9,13%	4.110.324	100,00%	100,00%	
Passivo Circulante	297.942	7,33%	-24,32%	393.708	9,50%	5,94%	371.645	9,01%	17,57%	316.113	8,46%	-33,93%	478.425	11,64%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos	92.878	2,29%	-31,47%	135.539	3,27%	31,00%	103.467	2,51%	27,43%	81.196	2,17%	-57,53%	191.170	4,65%	100,00%	ST
Outras obrigações não operacionais	83.478	2,05%	-6,37%	89.153	2,15%	-15,01%	104.898	2,54%	44,22%	72.734	1,95%	-20,38%	91.354	2,22%	100,00%	ST
Obrigações Sociais e Trabalhistas	55.666	1,37%	-27,06%	76.317	1,84%	10,34%	69.168	1,68%	17,01%	59.113	1,58%	-16,92%	71.150	1,73%	100,00%	NCG
Fornecedores	27.845	0,69%	-38,35%	45.170	1,09%	6,65%	42.354	1,03%	-10,81%	47.488	1,27%	-21,64%	60.600	1,47%	100,00%	NCG
Obrigações Fiscais	35.295	0,87%	-19,35%	43.761	1,06%	-13,85%	50.798	1,23%	-3,66%	52.729	1,41%	-13,10%	60.676	1,48%	100,00%	NCG
Provisões	2.780	0,07%	-26,23%	3.769	0,09%	292,06%	961	0,02%	-66,30%	2.853	0,08%	-17,92%	3.475	0,08%	100,00%	NCG
Passivo Não Circulante	84.069	2,07%	171,99%	30.909	0,75%	-26,26%	41.916	1,02%	-35,22%	64.704	1,73%	-35,54%	100.384	2,44%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos LP	82.287	2,02%	188,14%	28.558	0,69%	-27,13%	39.188	0,95%	-37,52%	62.719	1,68%	-34,70%	96.053	2,34%	100,00%	CDG
Outros LP	1.401	0,03%	-21,35%	1.781	0,04%	-19,26%	2.206	0,05%	86,62%	1.170	0,03%	-70,12%	3.915	0,10%	100,00%	CDG
Provisões LP	381	0,01%	-33,13%	570	0,01%	9,24%	522	0,01%	-36,00%	815	0,02%	96,07%	416	0,01%	100,00%	CDG
Patrimônio Líquido	3.682.436	90,60%	-0,96%	3.718.126	89,75%	0,14%	3.712.841	89,98%	10,69%	3.354.249	89,80%	-5,02%	3.531.516	85,92%	100,00%	CDG

APÊNDICE H – GRENDENE S.A - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Demonstração do Resultado de exercício R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH
Receita de vendas de Bens e/ou Serviços	2.071.034	100,00%	-17,29%	2.503.886	100,00%	-3,64%	2.598.580	100,00%	10,69%	2.347.591	100,00%	-21,03%	2.972.840	100,00%	100,00%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	- 1.126.511	-54,39%	-14,46%	- 1.316.971	-52,60%	-0,86%	- 1.328.403	-51,12%	10,36%	- 1.203.676	-51,27%	-21,41%	- 1.531.651	-51,52%	100,00%
Resultado Bruto	944.523	45,61%	-20,42%	1.186.915	47,40%	-6,56%	1.270.177	48,88%	11,04%	1.143.915	46,73%	-20,63%	1.441.189	48,48%	100,00%
Despesas/Receitas Operacionais	- 590.995	-28,54%	-15,16%	- 696.575	-27,52%	-4,96%	- 732.926	-28,20%	6,98%	- 685.220	-29,19%	-23,90%	- 900.371	-30,29%	100,00%
Resultado antes do Resultado Financeiro e Tributos	353.528	17,07%	-27,90%	490.339	19,58%	-8,73%	537.250	20,67%	17,13%	458.695	19,54%	-15,19%	540.818	18,19%	100,00%
Resultado Financeiro	178.072	8,60%	4,45%	170.482	6,81%	-38,05%	275.211	10,59%	-10,71%	308.232	13,13%	25,25%	246.091	8,28%	100,00%
Resultado antes dos Tributos sobre o Lucro	531.600	25,67%	-19,55%	660.822	26,39%	-18,66%	812.461	31,27%	5,94%	766.927	32,67%	-2,54%	786.909	26,47%	100,00%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	- 36.646	-1,77%	12,67%	- 32.525	-1,30%	-34,74%	- 49.836	-1,92%	27,10%	- 39.209	-1,67%	-33,62%	- 59.068	-1,99%	100,00%
Resultado Líquido das Operações Continuadas	494.954	23,90%	-21,22%	628.297	25,09%	-17,61%	762.625	29,35%	4,80%	727.718	31,00%	-0,02%	727.841	24,48%	100,00%
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	100,00%
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	494.954	23,90%	-21,22%	628.297	25,09%	-17,61%	762.625	29,35%	4,80%	727.718	31,00%	-0,02%	727.841	24,48%	100,00%

APÊNDICE I – GRENDENE S.A – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS

Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuret R\$ (Mil)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
NCG	1.200.728	1.295.508	1.312.853	1.197.216	1.545.732	1.310.407
CDG	2.356.782	2.750.633	2.913.358	2.545.582	2.097.458	2.532.763
ST	1.156.054	1.455.125	1.600.505	1.348.367	551.725	1.222.355
Classificação da Estrutura Financeira	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	

Indicadores de Liquidez (R\$)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Liquidez corrente	8,9102	7,9865	8,8391	9,0528	5,3841	8,03
Liquidez Seca	7,9542	7,1798	7,9599	8,0929	4,6333	7,16
Liquidez imediata	0,0607	0,0451	0,0935	0,0750	0,0600	0,07
Liquidez Geral	9,2023	8,6066	8,7164	8,5483	6,1291	8,24

Indicadores de Atividade (dias)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	94	86	84	98	75	87
Prazo Médio de recebimento de vendas	174	154	141	172	155	159
Prazo Médio de Pagamento das Compras	12	12	12	17	12	13

						Média indicadores
Ciclo operacional (dias)	268	241	226	270	230	247
Ciclo Econômico (dias)	174	154	141	172	155	159
Ciclo Financeiro (dias)	256	229	214	253	218	234

Indicadores de Estrutura ou de Endividamento (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Endividamento Geral	9,40%	10,25%	10,02%	10,20%	14,08%	10,79%
Participação de Capital de Terceiros	10,37%	11,42%	11,14%	11,35%	16,39%	12,14%
Composição do Endividamento	77,99%	92,72%	89,86%	83,01%	82,66%	85,25%
Imobilização do Patrimônio Líquido	14,91%	13,13%	14,05%	14,30%	15,94%	14,47%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	14,58%	13,02%	13,89%	14,03%	15,50%	14,20%

Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Margem Bruta	45,61%	47,40%	48,88%	48,73%	48,48%	47,82%
Margem Operacional	17,07%	19,58%	20,67%	19,54%	18,19%	19,01%
Margem Líquida	23,90%	25,09%	29,35%	31,00%	24,48%	26,76%
Retorno sobre o Ativo	12,18%	15,17%	18,48%	19,48%	17,71%	16,60%
Retorno sobre Patrimônio Líquido	13,44%	16,90%	20,54%	21,70%	20,61%	18,64%

APÊNDICE J – VULCABRAS AZALEIA S.A - RECLASSIFICAÇÃO DOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONFORME MODELO DINÂMICO FLEURIET COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Balanco Patrimonial RS (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH	Indicadores
Ativo	1.355.158	100,00%	-4,81%	1.423.680	100,00%	10,11%	1.292.942	100,00%	4,42%	1.238.205	100,00%	-25,84%	1.669.633	100,00%	100,00%	
Ativo Circulante	794.232	58,61%	-7,51%	858.709	60,32%	11,40%	770.848	59,62%	8,84%	708.261	57,20%	-30,82%	1.023.766	61,32%	100,00%	
Caixa e Equivalentes de Caixa	62.164	4,59%	-15,58%	73.638	5,17%	-36,50%	115.971	8,97%	491,02%	19.622	1,58%	-41,12%	33.325	2,00%	100,00%	ST
Aplicações Financeiras	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	2.009	0,16%	-72,68%	7.355	0,59%	-41,40%	12.551	0,75%	100,00%	ST
Duplicatas a Receber	448.377	33,09%	-10,60%	501.521	35,23%	33,11%	376.778	29,14%	-11,91%	427.699	34,54%	-19,74%	532.872	31,92%	100,00%	NGC
Estoques	241.238	17,80%	-2,03%	246.236	17,30%	12,59%	218.694	16,91%	0,31%	218.013	17,61%	-30,99%	315.905	18,92%	100,00%	NGC
Outros operacionais AC	42.453	3,13%	13,77%	37.314	2,62%	-34,99%	57.397	4,44%	61,35%	35.572	2,87%	-72,45%	129.114	7,73%	100,00%	NGC
Ativo Não Circulante	560.926	41,39%	-0,72%	564.970	39,68%	8,21%	522.094	40,38%	-1,48%	529.944	42,80%	-17,95%	645.866	38,68%	100,00%	
Realizável a LP	47.790	3,53%	-19,03%	59.021	4,15%	-4,07%	61.523	4,76%	-20,62%	77.507	6,26%	-9,61%	85.744	5,14%	100,00%	CDG
Investimentos	64.576	4,77%	-6,99%	69.428	4,88%	38,50%	50.128	3,88%	30,31%	38.468	3,11%	-10,50%	42.981	2,57%	100,00%	CDG
Inobilizado total	235.120	17,35%	12,37%	209.246	14,70%	18,79%	176.141	13,62%	-2,44%	180.555	14,58%	-22,81%	233.902	14,01%	100,00%	CDG
Intangível	213.440	15,75%	-6,09%	227.277	15,96%	-3,00%	234.301	18,12%	0,38%	233.413	18,85%	-17,59%	283.239	16,96%	100,00%	CDG
Passivo	1.355.158	100,00%	-4,81%	1.423.680	100,00%	10,11%	1.292.942	100,00%	4,42%	1.238.205	100,00%	-25,84%	1.669.633	100,00%	100,00%	
Passivo Circulante	149.197	11,01%	-49,46%	295.220	20,74%	-4,05%	307.672	23,80%	-39,29%	506.749	40,93%	-54,04%	1.102.478	66,03%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos	3.264	0,24%	-86,70%	24.549	1,72%	-74,82%	97.476	7,54%	-69,13%	315.806	25,51%	-60,17%	792.797	47,48%	100,00%	ST
Outras obrigações não operacionais	36.818	2,72%	-65,69%	107.309	7,54%	297,62%	26.988	2,09%	15,61%	23.344	1,89%	-81,97%	129.485	7,76%	100,00%	ST
Obrigações Sociais e Trabalhistas	41.394	3,05%	5,54%	39.222	2,75%	-18,28%	47.995	3,71%	44,24%	33.273	2,69%	31,72%	25.261	1,51%	100,00%	NGC
Fornecedores	40.993	3,02%	-34,14%	62.241	4,37%	-7,39%	67.206	5,20%	-11,55%	75.983	6,14%	-9,48%	83.944	5,03%	100,00%	NGC
Obrigações Fiscais	8.402	0,62%	6,65%	7.878	0,55%	17,27%	6.718	0,52%	15,32%	5.826	0,47%	-34,26%	8.861	0,53%	100,00%	NGC
Provisões	18.326	1,35%	-66,08%	54.021	3,79%	-11,86%	61.290	4,74%	16,70%	52.518	4,24%	-15,47%	62.129	3,72%	100,00%	NGC
Passivo Não Circulante	118.533	8,75%	0,25%	118.234	8,30%	47,90%	79.941	6,18%	-88,10%	671.923	54,27%	29,49%	518.902	31,08%	100,00%	
Empréstimos e Financiamentos LP	39.789	2,94%	-0,13%	39.840	2,80%	234,39%	11.914	0,92%	-96,07%	303.221	24,49%	155,27%	118.786	7,11%	100,00%	CDG
Outros LP	40.561	2,99%	-10,83%	45.486	3,19%	13,98%	39.906	3,09%	-87,95%	331.241	26,75%	-8,43%	361.748	21,67%	100,00%	CDG
Provisões LP	38.183	2,82%	16,03%	32.908	2,31%	17,02%	28.121	2,17%	-24,93%	37.462	3,03%	-2,36%	38.368	2,30%	100,00%	CDG
Patrimônio Líquido	1.087.428	80,24%	7,64%	1.010.226	70,96%	11,59%	905.329	70,02%	1420,73%	59.532	4,81%	23,38%	48.253	2,89%	100,00%	CDG

APÊNDICE K – VULCABRAS AZALEIA S.A - DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO DOS EXERCÍCIOS COM ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

Demonstração do Resultado de exercício R\$ (Mil)	2019	AV	AH	2018	AV	AH	2017	AV	AH	2016	AV	AH	2015	AV	AH
Receita de vendas de Bens e/ou Serviços	1.359.985	100,00%	1,48%	1.340.186	100,00%	-8,05%	1.457.487	100,00%	11,94%	1.301.973	100,00%	-0,12%	1.303.521	100,00%	100,00%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	- 888.184	-65,31%	3,42%	- 858.818	-64,08%	-4,67%	- 900.882	-61,81%	5,82%	- 851.360	-65,39%	-7,02%	- 915.591	-70,24%	100,00%
Resultado Bruto	471.801	34,69%	-1,99%	481.369	35,92%	-13,52%	556.605	38,19%	23,52%	450.613	34,61%	16,16%	387.930	29,76%	100,00%
Despesas/Receitas Operacionais	- 330.037	-24,27%	6,49%	- 309.918	-23,13%	11,14%	- 278.866	-19,13%	-11,22%	- 314.116	-24,13%	-6,71%	- 336.706	-25,83%	100,00%
Resultado antes do Resultado Financeiro e Tributos	141.764	10,42%	-17,31%	171.450	12,79%	-38,27%	277.739	19,06%	103,48%	136.497	10,48%	166,47%	51.224	3,93%	100,00%
Resultado Financeiro	5.132	0,38%	-22,72%	6.641	0,50%	-88,40%	57.234	3,93%	-39,30%	94.296	7,24%	-28,81%	132.464	10,16%	100,00%
Resultado antes dos Tributos sobre o Lucro	146.896	10,80%	-17,52%	178.091	13,29%	-46,83%	334.973	22,98%	45,14%	230.793	17,73%	25,64%	183.688	14,09%	100,00%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	- 3.816	-0,28%	140,78%	- 1.585	-0,12%	-36,24%	- 2.486	-0,17%	102,55%	- 1.227	-0,09%	54,90%	- 792	-0,06%	100,00%
Resultado Líquido das Operações Continuadas	143.080	10,52%	-18,94%	176.506	13,17%	-46,91%	332.487	22,81%	44,83%	229.565	17,63%	25,52%	182.896	14,03%	100,00%
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	-100,00%	14.660	0,00%	100,00%
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	143.080	10,52%	-18,94%	176.506	13,17%	-46,91%	332.487	22,81%	44,83%	229.565	17,63%	16,20%	197.556	15,16%	100,00%

APÊNDICE L – VULCABRAS AZALEIA S.A – CÁLCULOS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS

Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuret R\$ (Mil)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
NCG	622.953	621.709	469.660	513.685	797.695	605.140
CDG	645.035	563.489	463.176	201.512	78.711	358.900
ST	22.082	-	58.220	6.484	312.173	246.240
Classificação da Estrutura Financeira	SÓLIDA	INSATISFATÓRIA	INSATISFATÓRIA	INSATISFATÓRIA	PÉSSIMA	

Indicadores de Liquidez (R\$)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Liquidez corrente	5,3234	2,9087	2,5054	1,3977	0,9286	2,61
Liquidez Seca	3,6151	2,0584	1,7723	0,9628	0,6403	1,81
Liquidez imediata	0,4167	0,2494	0,3769	0,0387	0,0302	0,22
Liquidez Geral	3,1450	2,2197	2,1474	0,6667	0,6843	1,77

Indicadores de Atividade (dias)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	99	97	87	113	133	106
Prazo Médio de recebimento de vendas	126	118	99	133	149	125
Prazo Médio de Pagamento das Compras	21	26	29	38	48	32

						Média indicadores
Ciclo operacional (dias)	225	215	187	246	282	231
Ciclo Econômico (dias)	126	118	99	133	149	125
Ciclo Financeiro (dias)	203	189	158	207	234	198

Indicadores de Estrutura ou de Endividamento (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Endividamento Geral	19,76%	29,04%	29,98%	95,19%	97,11%	54,22%
Participação de Capital de Terceiros	24,62%	40,93%	42,81%	1979,88%	3360,18%	1089,69%
Composição do Endividamento	55,73%	71,40%	79,38%	42,99%	68,00%	63,50%
Imobilização do Patrimônio Líquido	47,19%	50,08%	50,87%	759,98%	1160,81%	413,79%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	42,55%	44,84%	46,75%	61,85%	98,76%	58,95%

Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade (%)	2019	2018	2017	2016	2015	Média indicadores
Margem Bruta	34,69%	35,92%	38,19%	34,61%	29,76%	34,63%
Margem Operacional	10,42%	12,79%	19,06%	10,48%	3,93%	11,34%
Margem Líquida	10,52%	13,17%	22,81%	17,63%	15,16%	15,86%
Retorno sobre o Ativo	10,56%	12,40%	25,72%	18,54%	11,83%	15,81%
Retorno sobre Patrimônio Líquido	13,16%	17,47%	36,73%	385,61%	409,42%	172,48%

APÊNDICE M – MÉDIAS DOS INDICADORES TRADICIONAIS E DINÂMICOS DO SETOR AO LONGO DOS CINCO ANOS ANALISADOS

Indicadores do Modelo Dinâmico de Fleuriot R\$ (Mil)	2019	2018	2017	2016	2015	MÉDIA SETOR
NCG	843.578	808.983	803.618	752.920	965.978	835.015
CDG	1.091.951	1.152.984	1.214.297	1.027.516	788.233	1.054.996
ST	248.373	344.002	410.680	274.596	- 177.745	219.981
MÉDIA SETOR - Classificação da Estrutura Financeira	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	SÓLIDA	INSATISFATÓRIA	SÓLIDA

Indicadores de Liquidez (R\$)	MÉDIA SETOR
Liquidez corrente	3,38
Liquidez Seca	2,74
Liquidez imediata	0,19
Liquidez Geral	3,09

Indicadores de Atividade (dias)	MÉDIA SETOR
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	107
Prazo Médio de recebimento de vendas	118
Prazo Médio de Pagamento das Compras	46

Indicadores de Atividade (dias)	MÉDIA SETOR
Prazo Médio de Rotação dos Estoques	107
Prazo Médio de recebimento de vendas	118
Prazo Médio de Pagamento das Compras	46

	MÉDIA SETOR
Ciclo operacional (dias)	225
Ciclo Econômico (dias)	118
Ciclo Financeiro (dias)	179

Indicadores de Estrutura ou de Endividamento (%)	MÉDIA SETOR
Endividamento Geral	50,47%
Participação de Capital de Terceiros	-3190,87%
Composição do Endividamento	73,52%
Imobilização do Patrimônio Líquido	-674,14%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	106,13%

Indicadores de Rentabilidade e Lucratividade (%)	MÉDIA SETOR
Margem Bruta	42,28%
Margem Operacional	13,15%
Margem Líquida	13,30%
Retorno sobre o Ativo	10,63%
Retorno sobre Patrimônio Líquido	89,37%