

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

RICARDO ZDANOWICZ

EVOLUÇÃO DO EBITDA DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&F
BOVESPA NO SEGMENTO DE CALÇADOS NO PERÍODO DE 2012 A
2014

Trabalho de Conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Paulo Schmidt

Porto Alegre

2015/2

EVOLUÇÃO DO EBITDA DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&F BOVESPA NO SEGMENTO DE CALÇADOS NO PERÍODO DE 2012 A 2014 ¹

Ricardo Zdanowicz²
Paulo Schmidt³

RESUMO

O indicador econômico-financeiro *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) é conhecido por informar a geração de caixa e utilizado na avaliação de empresas. A partir da Instrução nº 527/12 da Comissão de Valores Mobiliários foi instituído que no cálculo devem ser considerados somente os saldos pertencentes à Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE). A finalidade dessa Instrução é propiciar maior transparência e padronização ao cálculo do EBITDA, visando beneficiar os *stakeholders*. No segmento de calçados estão listadas na BM&F Bovespa as empresas: Alpargatas S.A., Cambuci S.A., Grendene S.A. e Vulcabras|azaleia S.A. Essas empresas atuam no mercado brasileiro, sendo prejudicadas pela globalização, principalmente pela concorrência chinesa que oferta produtos de menor valor no mercado nacional e externo, mas de qualidade semelhante à Indústria de Calçados do Brasil. Entretanto, essas dificuldades não se refletem nos indicadores de EBITDA das empresas examinadas. A pesquisa é qualitativa, pois apresenta sob a forma explicativa, utilizando os Relatórios de Administração dos exercícios financeiros, tendo como objetivo avaliar as principais causas da variação do EBITDA das empresas listadas na BM&F Bovespa pertencentes ao segmento calçadista no período de 2012 a 2014. Pelas análises conclui-se que houve um crescimento do EBITDA das empresas estudadas no período, sendo resultante da conjugação da maior quantidade vendida, do aumento do preço médio de venda e da redução de custos e despesas operacionais.

Palavras-chave: EBITDA. Segmento calçados. Indicador econômico-financeiro.

¹ Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no segundo semestre de 2015, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

² Técnico em Administração pelo Instituto Federal do Rio Grande do Sul (IFRS). Graduando do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (ricardozda@gmail.com).

³ Orientador: Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. (pschmidt@ufrgs.br).

ABSTRACT

An economic and financial indicator, the *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) is known for reporting cash flow and used in the valuation of companies. From the Instruction No. 527/12 of the Brazilian Securities Commission it was established that the calculation should consider only the balances belonging to the Income Statement (DRE). The purpose of this statement is to provide greater transparency and standardization to the calculation of EBITDA, to the benefit of stakeholders. In the footwear segment we have the following companies listed on the BM&F Bovespa: Alpargatas S.A., Cambuci S.A., Grendene S.A. and Vulcabras|azaleia S.A. These companies operate in the Brazilian market, while being harmed by globalization, mainly by Chinese competition that offer cheaper products in the domestic and foreign markets but with similar quality to Brazil's footwear industry. However, these difficulties are not reflected in EBITDA indicators of the examined companies. The research is qualitative, as presented in the explanatory way, using the Management Report of financial years, and aims to evaluate the main causes of EBITDA variation of the companies listed on the BM&F Bovespa belonging to the footwear segment in the period of 2012 to 2014. From the analysis it is concluded that there was an EBITDA growth of the companies studied in the period, resulting from the combination of higher volume sold, higher average selling price and the reduction of operating costs and expenses.

Keywords: EBITDA. Footwear segment. Economic and financial indicator.

1 INTRODUÇÃO

As empresas de capital aberto listadas na BM&F Bovespa, tradicionalmente, apresentam os indicadores econômico-financeiros nos Relatórios da Administração que integram as Demonstrações Financeiras Completas. Conforme é destacado no Manual de Contabilidade Societária (FIPECAFI, 2010) o Relatório da Administração deve dispor informações referentes a possíveis fatores que possam auxiliar ou modificar a tomada de decisão do usuário e de suas próprias projeções no intuito de aumentar o valor da informação disponível.

Acresce-se que os indicadores econômico-financeiros são relevantes aos *stakeholders*, pois facilitam analisar a empresa de forma não-contábil. Segundo (ASSAF NETO, 2010), os indicadores econômico-financeiros são ferramentas que analisam a rentabilidade e a liquidez da empresa em determinado período, auxiliando na avaliação dos administradores internos e usuários em geral.

Um dos indicadores apresentados no Relatório da Administração é o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – EBITDA –, que significa Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA –, em português. É um indicador

relevante que evidencia a produtividade e eficiência das empresas. Outrossim, conforme Yokoi (2013), o EBITDA é utilizado pelos investidores e analistas para retratar, de forma simplificada, a geração de caixa de uma empresa.

A gravidade da situação econômica brasileira atual para Dana (2015) reflete no aumento de desemprego, desaceleração da produção das indústrias e mudanças nos hábitos dos brasileiros para planejar e controlar seus gastos pessoais. Atualmente, o setor calçadista brasileiro é afetado pelo desaquecimento da demanda no mercado doméstico, fato ocorrido pelos aumentos sucessivos da inflação e do endividamento, bem como com a queda do poder de consumo das famílias brasileiras (ABICALÇADOS, 2015).

O EBITDA segundo Rocha (2012) popularizou-se, a partir da década de 90 com a globalização e as diferenças entre as taxas de depreciação e alíquotas de impostos dos países. Diante deste cenário, a questão central que motivou esse estudo foi relacionar: quais são as principais causas que influenciaram a variação do EBITDA das empresas do segmento calçadista listadas na BM&F Bovespa no período de 2012 a 2014?

O objetivo geral é avaliar as principais causas que contribuíram à variação do EBITDA das empresas calçadistas listadas na BM&F Bovespa no período 2012 a 2014.

A pesquisa foi estruturada da seguinte maneira: a primeira seção é de caráter introdutória; a segunda seção relaciona as empresas calçadistas e descreve o indicador EBITDA; a terceira seção refere-se aos procedimentos metodológicos utilizados; a quarta seção apresenta as análises dos dados coletados; e, na quinta seção estão dispostas as considerações finais da pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Essa seção compreende a fundamentação teórica que é necessária para dar a sustentação e o embasamento ao presente estudo.

2.1 ESTUDOS RELACIONADOS

O artigo apresentado por Alcalde, Fávero e Takamatsu (2013) analisa as diferenças no uso do *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) entre os meios acadêmico e empresarial. No meio acadêmico acredita-se que o indicador só consegue ser relevante na comparação entre empresas do mesmo segmento. Entretanto, o meio empresarial utiliza o indicador como balizador de decisões de negócios. Assim, foram

verificados e comparados entre as empresas do mesmo setor e de setores distintos os seus EBITDA. O estudo conclui que existe uma variabilidade significativa entre as empresas de setores diferentes e do mesmo setor.

Moreira et al. (2013) desenvolveram um estudo, avaliando se existe alguma diferença significativa entre o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional das empresas do setor de telecomunicações no período de 2010 e 2011 listadas na BM&F Bovespa. A análise foi realizada, a partir das Demonstrações Financeiras trimestrais e anuais dos períodos. Os resultados obtidos foram que no primeiro e segundo trimestres houve diferenças significativas entre os dois indicadores. Entretanto, no terceiro e quarto trimestres os resultados demonstraram que não houve diferença entre o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional.

Vieira e Girão (2013) apresentam o impacto da Instrução nº 527/12 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre as empresas com as 100 ações mais negociadas, em termos de número de negócio e volume financeiro no mercado brasileiro de capitais chamadas de IBrX-100. Destaca-se que, anteriormente, a regulamentação da CVM os EBITDAs dessas empresas eram maiores. Eles concluíram que o EBITDA ajustado é mais relevante do que o EBITDA padronizado. Portanto, discordando sobre a importância da Instrução CVM nº 527/12 no cálculo e apresentação do indicador.

2.2 CENÁRIO DO MERCADO BRASILEIRO DE CALÇADOS

O mercado brasileiro de calçados é concentrado em dois polos industriais no Vale dos Sinos no estado do Rio Grande do Sul e Interior de São Paulo (cidades de Franca, Jaú e Birigui). Algumas empresas, mais recentemente, migraram para o Nordeste nos estados do Ceará, Paraíba e Bahia. Segundo Costa e Fligenspan (2013) os fatores determinantes no deslocamento de empresas de calçados para outras regiões do país são: o baixo custo de mão de obra e os incentivos fiscais e financeiros (por exemplo, isenção de impostos estaduais por longo prazo).

O segmento calçadista conta com uma produção de mais de 900,0 milhões de pares, R\$ 26,8 bilhões em valores de produção e constituído por 8,1 mil indústrias, gerando 353,0 mil empregos conforme Instituto de Estudos e Marketing Industrial (2014). Outrossim, a partir da pesquisa realizada por Dias (2013) o *mark-up* médio do varejo era de 110,0% em outubro de 2012 e o giro de estoque está em torno de 110 dias.

Entretanto, a partir da globalização a produção nacional encontra-se em crise, principalmente, pela concorrência chinesa no mercado interno e externo, acarretando

demissões nas cidades de Franca – São Paulo e Novo Hamburgo – Rio Grande do Sul, conforme o economista Franca (2006). Ademais, é relatado por Silvestrin e Triches (2008) o fato das indústrias enfrentarem dificuldades de automatizar certas etapas do processo produtivo, como o corte, a costura, montagens e acabamentos, geram a necessidade de um grande contingente de trabalhadores.

Como consequência, a Indústria Calçadista tende a apresentar baixos níveis salariais, alto índice de rotatividade, simplificação do trabalho e a utilização de trabalhadores não qualificados. E, segundo a Abicalçados (2015), a indústria brasileira deve concorrer com mercado asiático em *design*, originalidade e valor agregado, e não mais em preço, visto que apresenta dificuldades, principalmente, pelo custo de produção. Conforme Roque (2010) a dificuldade do mercado brasileiro calçadista comparado as indústrias chinesas deve-se aos altos custos trabalhistas impostos pelo Governo os quais ocasionam a diminuição do dinamismo e a capacidade de investimento do mercado nacional. Por conseguinte, importamos mercadorias com um preço menor e com a qualidade semelhante as produzidas internamente.

2.3 EBITDA

A sigla EBITDA é o acrônimo em inglês para *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. Em português é denominado LAJIDA que significa Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização.

Esse indicador segundo Iudícibus (2012) é analisado nos Estados Unidos desde a década de 70 e sua adoção no Brasil ocorreu após a redução da inflação e o aquecimento do mercado financeiro. Representa a capacidade da empresa na geração de caixa operacional, visto que o cálculo é realizado, a partir das Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE) regido pelo princípio contábil da competência. Para Assaf Neto (2012) o diferencial do EBITDA refere-se na análise do desempenho global de uma empresa por meio do potencial de caixa. Portanto, utiliza-se o resultado operacional de caixa líquido sem considerar as práticas e normas legais adotadas de maneira peculiar em cada país.

Martins (1997) afirma que o LAJIDA não corresponde ao efetivo fluxo de caixa físico já ocorrido no período, porque parte das vendas pode não estar recebida e parte das despesas pode não estar paga. Logo, representa o potencial de geração genuinamente operacional de caixa. Para Gradilone (2002) o EBITDA é usado como um indicador para avaliar a saúde de

uma empresa, mas deve ser usado com outros indicadores para uma melhor análise do valor da companhia.

Entretanto, Matarazzo (2010) comenta que o EBITDA ficou famoso pela facilidade de exposição, granjeando uma fama de “número mágico” dentre as centenas de números das Demonstrações Financeiras, ainda que o indicador não tenha precisão e também considera algumas falhas na utilização do EBITDA:

- é mensurado antes do imposto de renda, enquanto que o caixa disponível para pagar dividendos ou recompra de ações, depois do imposto de renda, portanto poderia ser excluído das despesas desembolsáveis apenas o IR diferido;

- não considera a receita e despesas não operacionais, tais como ganhos ou perdas na alienação de bens do ativo fixo;

- não mensura a necessidade de reinvestimento em bens do ativo permanente;

- ignora as variações do capital de giro.

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários (2012) por meio da Instrução nº 527/12 identificou que a informação do LAJIDA estava sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Portanto, para uma maior transparência e padronização do cálculo institui-se que devem integrar na composição do LAJIDA somente os saldos que constem nas Demonstrações do Resultado do Exercício. Ademais, toda a divulgação relativa ao indicador deve ser realizada de forma consistente e comparável com as divulgações anteriores e, em caso de mudança, deve ser apresentado o motivo, bem como o detalhamento dessa mudança. Também é permitido a apresentação adicional do EBITDA ajustado caso a companhia queira divulgar uma versão do indicador que atenda às expectativas adequadas quanto à capacidade de gerar caixa, mas é necessário o detalhamento, justificando o indicador ajustado.

Portanto através do DRE é possível calcular o indicador, seguindo o cálculo:

(=) Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social

(+) Resultado Financeiro

(+) Depreciações

(+) Amortizações

(=) EBITDA

O lucro antes do imposto de renda e contribuição social considera-se o lucro operacional, portanto resultado antes dos tributos sobre o lucro mais o resultado financeiro. A depreciação e amortização integram o custo de produtos vendidos e nas despesas operacionais antes do imposto de renda e outras despesas financeiras.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa realizada neste estudo é classificada quanto aos seguintes aspectos: (a) pela forma de abordagem do problema, (b) de acordo com seus objetivos e (c) com base nos procedimentos técnicos utilizados.

A abordagem do problema do estudo se classifica como uma pesquisa qualitativa. Para Neves (1996, p. 2):

Nas ciências sociais, os pesquisadores, ao empregarem métodos qualitativos estão mais preocupados com o processo social do que com a estrutura social; buscam visualizar o contexto e, se possível, ter uma integração empática com o processo objeto de estudo que implique melhor compreensão do fenômeno.

De acordo com os objetivos, a pesquisa classifica-se com explicativa. Conforme Andrade (2002, p. 20):

A pesquisa explicativa é um tipo de pesquisa mais complexa, pois, além de registrar, analisar, classificar e interpretar os fenômenos estudados, procura identificar seus fatores determinantes. A pesquisa explicativa tem por objetivo aprofundar o conhecimento da realidade, procurando a razão, o porquê das coisas e por esse motivo está mais sujeita a erros.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa documental, visto que o presente estudo tem como objetivo identificar e explicar as principais causas da evolução do EBITDA das quatro empresas listadas na bolsa do segmento de calçados. Para tanto, o material teórico do trabalho foram os Relatórios de Administração das empresas entre os períodos de 2012 a 2014. A escolha de utilização dos últimos três anos é devido a Instrução da CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012 na qual o EBITDA só pode ser calculado, utilizando os números apresentados nas Demonstrações Financeiras. Anteriormente, conforme Iudícibus (2012) as empresas pertencentes ao mercado de capitais divulgavam o seu indicador de forma muito particular e de forma divergente, visto que incluíam e excluía montantes no cálculo do EBITDA não previstos nas normas e princípios contábeis. A Instrução CVM nº 527/12 conforme artigo 10 entrou em vigor para as publicações, a partir de 1 de janeiro de 2013. Entretanto, conforme artigo 7 o EBITDA deve ser apresentado de forma consistente e comparável com a apresentação de períodos anteriores.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Para o estudo consideramos as empresas listadas na BM&F Bovespa no setor de atuação de consumo cíclico, no subsetor de tecidos, vestuário e calçados e segmento de

calçados. As empresas desse segmento são: Alpargatas S.A., Cambuci S.A, Grendene S.A, e Vulcabras|azaléia S.A.

Alpargatas S.A: A Companhia teve a sua criação no ano de 1907 e há 102 anos é uma empresa de capital aberto. A sua criação na zona leste da capital paulista teve como objetivo inicial produzir calçados para os trabalhadores das lavouras de café. A Alpargatas é controlada pela Camargo Corrêa S.A e apresenta como principais marcas: Havaianas, Rainha, Topper, Timberland, Osklen, Mizuno, Sete Léguas e Dupé. É uma empresa que pertence ao nível 1 de Governança Corporativa por apresentar a parcela mínima de 25,0% em ações no mercado, realizou ofertas públicas com o objetivo de dispersão do capital e comprometimento de fornecer informações adicionais nos relatórios trimestrais, nas Demonstrações Financeiras padronizadas e anuais que auxiliem na avaliação sobre o valor da empresa.

Cambuci S.A: A Empresa iniciou suas atividades em 1945 e, desde 1980, é uma sociedade de capital aberto com sede em Cambuci, São Paulo. O objetivo é confeccionar artigos de vestuário masculinos e femininos, tendo como principais marcas: Penalty e Stadium.

Grendene S.A: A Companhia surgiu no ano de 1971 em Farroupilha – Rio Grande do Sul e, desde 2004, têm suas ações negociadas na bolsa de valores. A Empresa iniciou suas atividades a partir da fabricação de embalagens plásticas para garrações de vinho e, no ano de 1978, realizou o primeiro lançamento de sandálias. As principais marcas são: Ipanema, Rider, Melissa, GrendeneKids, Grendha, Cartago, Zaxy e Zizou. As suas ações pertencem ao nível do novo mercado de Governança Corporativa, visto que adota as melhores práticas de governança corporativa que conferem maior credibilidade aos investimentos efetuados no mercado de ações.

Vulcabras|azaleia S.A: A Empresa foi fundada em 1952, tendo a sua abertura do capital na Bovespa no ano de 1977, na cidade de São Paulo com a produção de calçados de couro com sola de borracha vulcanizada. As principais marcas são: Olympikus, Reebok, Azaléia, Dijean, Opank e Botas Vulcabras.

A análise do EBITDA foi realizada a partir das peças contábeis disponibilizadas pelas companhias e divulgadas junto à Comissão de Valores Mobiliários. A coleta do material gerou na Tabela 1, a qual demonstra a evolução do EBITDA nos últimos três anos das empresas analisadas.

Tabela 1 – Variação do EBITDA

COMPANHIA	DATA-BASE		
	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
ALPARGATAS S.A	400,5	435,9	444,5
CAMBUCCI S.A	-1,3	37,6	53,8
GRENDENE S.A	394,5	435,9	436,9
VULCABRAS AZALEIA S.A	5,8	74,3	128,3

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da pesquisa (2015).

4.1 ALPARGATAS S.A

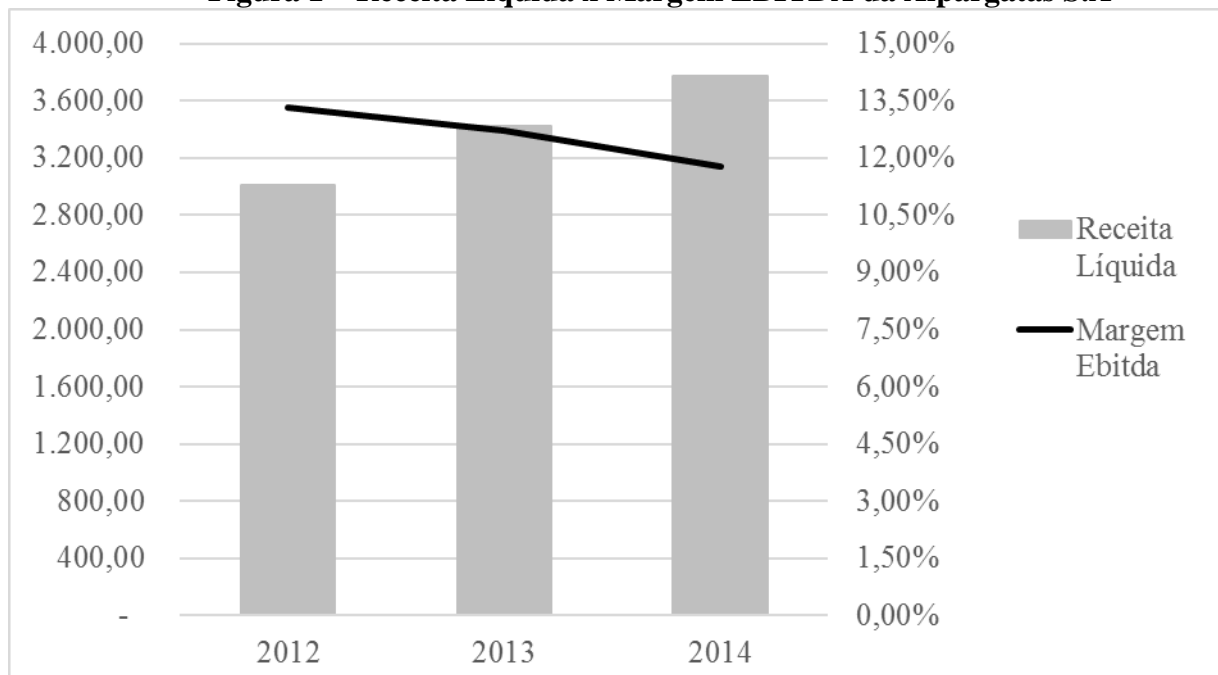
Em 2012, a Alpargatas S.A teve o seu maior volume de vendas com 265,3 milhões de unidades. Um aumento de 6,3%, comparando-se a 2011. O crescimento foi impulsionado pelo aumento de 7,8% de vendas de sandálias ao mercado interno e 8,7% de vendas de sandálias no mercado externo, bem como 11,8% na quantidade de calçados esportivos no mercado nacional. Assim, alcançou um faturamento líquido consolidado de R\$ 3,0 bilhões, portanto um aumento de 16,8% comparado ao período anterior. Aduz-se que a Empresa adquiriu 30,0% da participação na empresa OSKLEN em 2012. Essa empresa investida apresenta um estilo contemporâneo e cosmopolita que comercializa artigos de vestuário, calçados e acessórios. A Alpargatas S.A apresenta o maior EBITDA das empresas analisadas (conforme Tabela 1). Os principais fatores que justificam o EBITDA elevado no segmento estão na gestão de marcas, inovação de produtos, eficácia na administração das políticas comercial e administrativa. As marcas Havaianas e Dupé juntas lideram o mercado nacional de sandálias. Enquanto a Topper domina o mercado brasileiro de artigos para futebol e é a primeira marca em calçados esportivos na Argentina, bem como a Mizuno que é líder em tênis de corrida de *high performance* e a Timberland em calçados *premium outdoor*. Outrossim, a Alpargatas S.A prioriza a comercialização de produtos com maior valor agregado, melhoria na gestão de processo fabris, resultando em maior produtividade e diminuição de desperdícios na fabricação. Portanto, a partir de um maior volume de vendas, preço competitivo dos produtos e mix de vendas mais elevado contribuíram para equilibrar os elevados gastos com as despesas operacionais estratégicas de comunicação das marcas nos mercados interno e externo, acarretando um aumento de receita e das políticas comercial e administrativa fundamentais para sustentar a estrutura e a expansão dos negócios.

Em 2013, obteve um faturamento de R\$ 3,4 bilhões e volume de vendas de 270,5 milhões de unidades um aumento de 1,9% comparado ao período anterior. Ademais, a

Companhia teve aumento de 8,8% em 2013 no EBITDA, conforme Tabela 1 pelos seguintes fatores: modernização de máquinas e equipamentos, renovação do contrato de licença para produção e aumento das despesas operacionais estratégicas. Assim, com a finalização do projeto e inauguração de uma nova fábrica em Montes Claros, Minas Gerais, para atender uma maior demanda por sandálias e com um menor custo por unidade produzida, mediante novo parque fabril, captação e uso de energia solar em parte das atividades e implementação de um fluxo eficiente de movimentação de estoques. Porém, essa modernização gerou um aumento de despesas operacionais que foram necessárias para suportar a expansão de negócios da Companhia. Também foi renovado o contrato de licença para a produção da marca Mizuno por mais 26 anos e, em 2013, teve um aumento de 33,0% no volume de vendas de comercialização de calçados esportivos.

No ano de 2014, a Alpargatas teve um crescimento de 2,0% do EBITDA (Tabela 1), o volume de vendas foi de 279,3 milhões de unidades de calçados, vestuário e acessórios. Um aumento de 3,4% em 2014 comparado a 2013 e receita líquida consolidada foi de R\$ 3,7 bilhões. Os principais fatores para essa variação foram: desenvolvimento de marcas, maior controle dos custos e avanço das operações internacionais. A Empresa implantou políticas internas para a redução dos seus custos de produção, renovação do ativo imobilizado, qualificação da mão de obra e diminuição de despesas. Entretanto, houve o aumento do custo dos produtos acabados importados para o Brasil devido a variação cambial e o aumento do custo dos produtos essenciais para fabricação: borracha e algodão impactaram negativamente no EBITDA na Companhia.

A marca Havaianas consolidada no mercado interno impulsionou as vendas com 102 lojas no Exterior e 389 lojas no Brasil, gerando aumento de vendas dos produtos Havaianas e Dupé no mercado interno em 3,5%. Outrossim, a empresa já detinha 30,0% da participação na empresa OSKLEN e assumiu o controle acionário com a aquisição de mais 30,0% da participação em 2014, aumentando a participação no segmento de vestuário e calçados no mercado. Ademais, contribuíram para as altas do EBITDA, os lucros brutos da Alpargatas Argentina e dos Negócios Internacionais de Sandálias, com as novas operações diretas na Alemanha, Áustria, Bélgica, Holanda e Luxemburgo. A Figura 1 apresenta a evolução da Receita Líquida (Receita Bruta sem deduções) e a Margem EBITDA (divisão do EBITDA pela Receita Líquida) da Alpargatas S.A entre 2012 e 2014.

Figura 1 – Receita Líquida x Margem EBITDA da Alpargatas S.A

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da pesquisa (2015).

Na Figura 1, observamos o crescimento de 14,0% em 2013 e 10,0% em 2014 da Receita Líquida, mas não foi acompanhado pelo crescimento do EBITDA de 9,0% em 2013 e 2,0% em 2014 (conforme Tabela 1), gerando quedas de 4,0% em 2013 e 6,9% em 2014 da Margem EBITDA. Portanto, o fato da empresa apresentar receita no período não é garantia de um aumento na mesma proporção da geração operacional de caixa de suas operações. Talvez, a implementação do planejamento estratégico para o fortalecimento da marca ocasionou um aumento nos custos que poderão ser revertidos a longo prazo, após o retorno com os aumentos das unidades vendidas e preço de venda sobre o investimento realizado.

4.2 CAMBUCI S.A.

A Cambuci S.A. apresenta o menor EBITDA das empresas analisadas pelo fato de atuar apenas no mercado esportivo. Portanto, o seu resultado operacional é dependente dos eventos esportivos. Em 2012, a Cambuci S.A. creditou ao alto grau de endividamento da população e os incentivos fiscais da linha branca e automóveis como determinantes à redução da propensão a consumir de bens não duráveis, segmento pela qual a Companhia atua. Ademais, o resultado da Cambuci S.A., no último trimestre de 2012, foi prejudicado pela diminuição do volume de vendas para os clientes decorrentes da redução de compras dos consumidores de materiais esportivos e calçados. Assim, umas das medidas para melhora

desse cenário foi na reestruturação dos custos e despesas, objetivando uma maior competitividade de preço para o consumidor. Em vista disso, foi ajustado o leiaute da fábrica para uma melhor organização de máquinas e equipamentos e fluxo dos funcionários na planta fabril. Também foram incorporados processos que antes eram realizados por parceiros externos, com isso, houve redução no nível de estoques em processo, bem como o giro dos estoques e o custo de movimentação de mercadorias. E houve a implantação de um setor de Inteligência de Mercado, visando conhecer os clientes, a partir de tendências de consumo e análise de comportamento.

No ano de 2013, a Cambuci S.A. teve uma melhora no EBITDA, por apresentar um desempenho melhor no último trimestre de 2013 comparado a 2012. A desvalorização do dólar impulsionou os custos de produtos importados e os preços das mercadorias, auxiliando a empresa com fabricação e distribuição nacional. As vendas da Companhia tiveram um aumento de 3,3 % em comparação com o ano de 2012. A Cambuci S.A. permaneceu com os cortes de gastos e a revisão dos processos, identificando as falhas e barreiras para atingir uma maior agilidade e competitividade no mercado. Além disso, houve uma redução nos estoques de R\$ 18,0 milhões em 2013, a partir de uma adoção de ações comerciais mais agressivas para vendas de itens de coleções passadas.

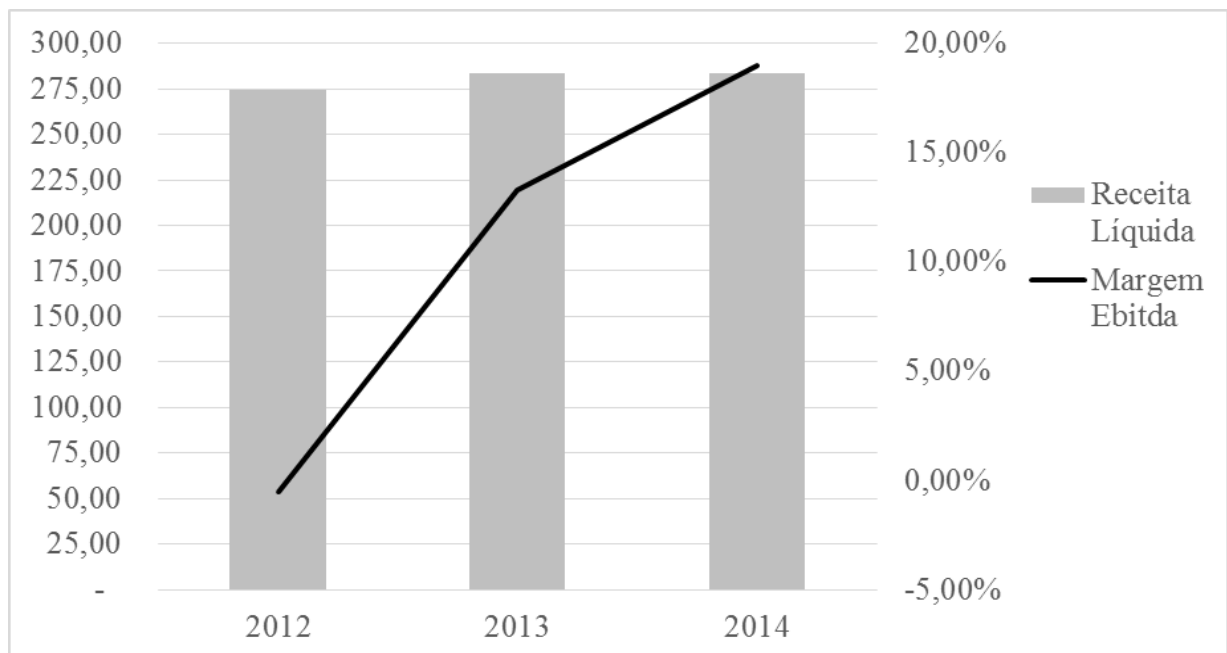
No ano de 2014, ocorreu a realização da Copa do Mundo FIFA que gerou para a Cambuci S.A. vendas no total de 17,0 milhões de itens. Um aumento de 4,8% em relação a 2013, sendo os setores de bolas, calçados, vestuário e equipamentos os mais significativos, gerando um crescimento do EBITDA de 43,0% conforme Tabela 1. Por conseguinte, a Empresa acredita que os principais fatores para a variação do EBITDA foram: melhoria no relacionamento com clientes e fornecedores, sinergia com as áreas de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e Industrial, redução dos encargos financeiros e inovação de produtos no mercado. Para tanto, no final de 2014, a Companhia por meio da sua marca mais reconhecida, a Penalty, lançou um sistema inovador de marcação da bola no qual é possível identificar quando a bola foi dentro ou fora das linhas da quadra de Voleibol, sendo aprovado, posteriormente, pela Confederação Brasileira de Voleibol em seus torneios.

Além disso, houve uma diminuição das despesas em torno de 15,0% comparado ao ano anterior, decorrente de ajustes de fretes e negociação de prazos maiores com fornecedores. Também, foi transferido o escritório de São Paulo para a cidade de São Roque, onde se encontravam os outros setores da Empresa, oportunizando uma maior integração dos colaboradores das diversas áreas. Ademais, a Companhia optou pela antecipação da liquidação do REFIS, a partir da MP nº 651/2014 e Portaria Conjunta nº 15, com desconto de

70,0% compensados com prejuízos fiscais acumulados, acarretando no ganho de resultado de R\$ 16,0 milhões para Companhia. A Cambuci S.A teve uma melhora expressiva em seu ciclo de caixa em dezembro de 2014 operava em 92 dias contra 120 dias em dezembro de 2013.

A Figura 2 apresenta a evolução da Receita Líquida (Receita Bruta sem deduções) e a Margem EBITDA (divisão do EBITDA pela Receita Líquida) da Cambuci S.A entre 2012 e 2014.

Figura 2 – Receita Líquida x Margem EBITDA da Cambuci S.A



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da pesquisa (2015).

A partir da Figura 2 é possível observar que a Empresa apresentou um crescimento de Margem EBITDA ainda que a Receita Líquida não tenha variado significativamente durante o período avaliado. Portanto, a Cambuci S.A. apresentou um crescimento de margem de lucro operacional entre 2012 e 2014, a partir de uma venda mais qualificada, agregando valor aos produtos, maior rentabilidade dos produtos e maior controle de despesas com vendas e administrativas.

4.3 GRENDENE S.A

A Grendene S.A., no período de 2012, teve um volume de vendas de 185,0 milhões de pares (crescimento de 23,3% comparado a 2012) em suas 12 fábricas de calçados dos quais 139,7 milhões de pares foram resultados de vendas no mercado interno, representando 20,0%

e 45,3 milhões de pares com exportações, assumindo a liderança no mercado exportador com participação de 40,0% do total das vendas de calçados brasileiros. A empresa apresentou um EBITDA de R\$ 394,5 milhões conforme Tabela 1 e os fatores que contribuíram foram: os novos investimentos na consolidação da marca e o relacionamento com os canais de distribuição, a melhoria nos processos internos de fabricação e desenvolvimento de produtos e maior exportação com ganho da variação cambial.

As exportações cresceram comparativamente ao período anterior, ou seja, o volume de pares exportados aumentou 6,6% com um incremento da Receita Bruta em 44,1%, e o preço médio sofreu um aumento de 35,2 % auxiliado pelo alta do dólar, em 14,4% a cotação. Acresce-se que para aumentar o nível de capacidade instalada foi construída uma nova fábrica no município de Sobral – Ceará com capacidade de 40,0 milhões de pares/ano. Ademais, o Custo dos Produtos Vendidos cresceu 19,0%, mas em comparação a Receita Líquida ficou 8,0% abaixo, visto que uma política de controle de custos associada a uma melhor eficiência de mão de obra e otimização dos processos industriais, a partir da identificação dos problemas que geram os gargalos em um fluxo produtivo acarretou na diminuição de 3,6% (R\$ 5,6 em 2011 para R\$ 5,4 em 2012) no custo por par produzido.

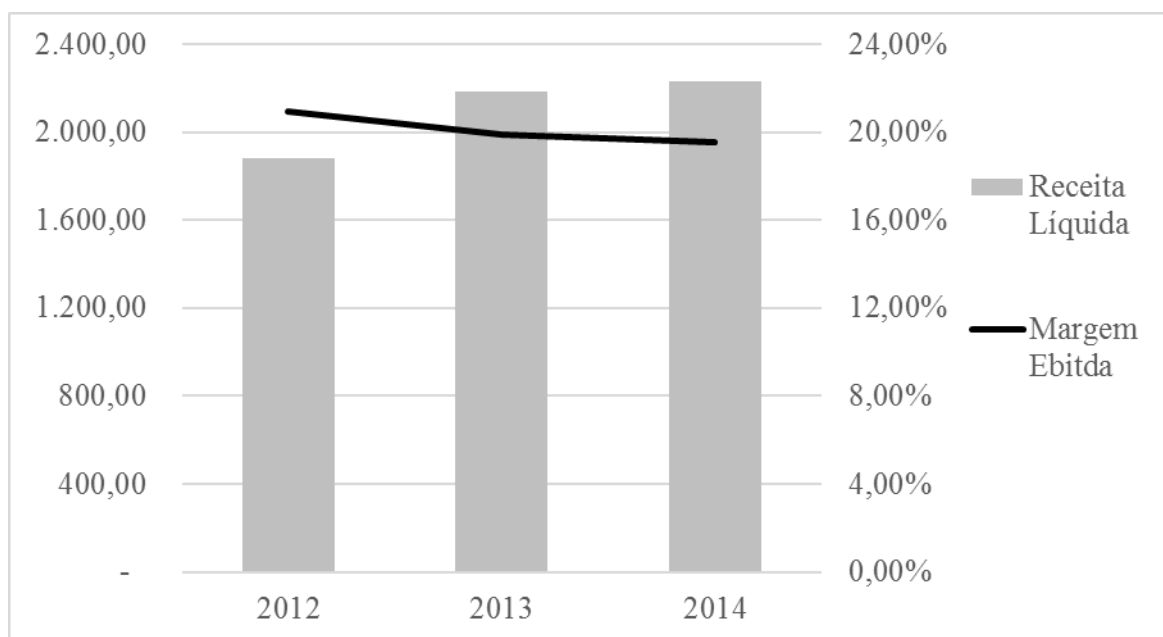
Em 2013, a Grendene S.A. teve um crescimento de 10,5% de seu EBITDA e um incremento no faturamento de 16,6%, aumento no volume de vendas de 16,8% num total de 200,0 milhões de pares em 13 fábricas instaladas e preço médio com diminuição de 0,2% influenciado pelo mercado interno. A Companhia continua sendo líder de mercado em exportações de calçados em 2013, aumentando a sua participação 40,0% para 41,1% em volume de pares exportados e a receita de exportação em dólar foi de 22,4% para 23,9% em 2013. Os principais fatores para a variação do EBITDA foram: construção de nova fábrica, atualização do maquinário fabril e diminuição do resultado financeiro. Os investidos foram cerca de R\$ 64,0 milhões em uma nova fábrica para aumento de 50,0 milhões de pares da capacidade de produção, também foi investido R\$ 37,0 milhões na manutenção e atualização do parque fabril da empresa, gerando uma capacidade instalada de 250,0 milhões de pares por ano. As novas instalações geraram um aumento das depreciações de 15,5 %, impactando positivamente no EBITDA. A Companhia diminuiu 21,8% o resultado financeiro. Isso impactou no indicador, pois o resultado financeiro positivo passou de R\$ 132,5 milhões em 2012 para R\$ 103,6 milhões em 2013, resultando uma diminuição da receita com aplicações financeiras e aumento de despesas de financiamentos gerado pelo processo de melhoria e aumento do parque fabril.

No período de 2014 houve um pequeno acréscimo de 0,2 % no EBITDA, aumento de faturamento em 0,3% em relação a 2013, diminuição das vendas em 5,2% e 20,0% de participação sobre o consumo doméstico de calçados. Houve um aumento no preço médio dos calçados em 4,9% e 40,3% na participação das exportações brasileiras de calçados, tendo uma alta no preço médio dos calçados em 10,0%. Os principais motivos para a variação do EBITDA são: reinstituição do Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras – REINTEGRA, folga financeira investida em aplicações financeiras, depreciação e amortização acumulada do período.

O Reintegra tem como base legal a Lei nº 13.043/2014, é um programa do Governo que objetiva devolver de forma parcial ou integral aos exportadores a compensação por tributos diretos da receita com vendas externas. Assim, a Grendene S.A. teve uma diminuição de 42,3% de tributos sobre o lucro, impactando negativamente no indicador. Entretanto, o resultado financeiro aumentou 30,8%, causado pelo crescimento da folga de caixa na qual foi investido em aplicações financeiras, incrementando o resultado da companhia e a depreciação e amortização em 29,5% referente à depreciação e amortização acumulada dos bens patrimoniais e na manutenção de prédios industriais e instalações.

A Figura 3 apresenta a evolução da Receita Líquida (Receita Bruta sem deduções) e a Margem EBITDA (divisão do EBITDA pela Receita Líquida) da Grendene S.A entre 2012 e 2014.

Figura 3 – Receita Líquida x Margem EBITDA da Grendene S.A



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da pesquisa (2015).

Conforme a Figura 3, é possível observar que diante de um mercado pouco dinâmico na demanda e muito competitivo na oferta a Companhia optou por não repassar os preços dos aumentos de custos de matérias-primas, embalagens e fretes para os consumidores. Em 2013, o Custo dos Produtos Vendidos (19,3%) teve aumento de 3,1% acima do crescimento da Receita Líquida (16,2%). Por conseguinte, em 2013, os números absolutos de resultados foram maiores comparados ao ano anterior, mas o crescimento do lucro deixou a desejar com o estreitamento das margens. Portanto, no período de 2014 a Companhia investiu em um novo ramo de negócios, o moveleiro e teve um alto custo de produção, gerando um prejuízo inicial até o atingimento do ponto de equilíbrio do investimento.

4.4 VULCABRAS|AZALEIA S.A

A Vulcabras|azaleia S.A. apresentou o maior crescimento do EBITDA das empresas analisadas durante o período de 2012 a 2014. Entretanto, foi a que teve prejuízo líquido nos três períodos analisados. Em 2012, a Companhia teve uma redução do faturamento líquido em 3,0% comparado ao período anterior, alcançando R\$ 1.483,1 milhões, porém houve uma redução dos Custos dos Produtos Vendidos de 13,3% no ano de 2012.

As vendas de pares no mercado interno representaram 79,7% da receita total, diminuindo 3,7% ao alcançar 66,5 milhões de pares decorrente pela queda de vendas dos calçados esportivos. No mercado externo, houve uma queda de 16,5% nas vendas de pares decorrente das dificuldades na liberação de licenças de importação de calçados no mercado argentino por conta das restrições locais. O principal fator que impactou o EBITDA da Vulcabras|azaleia S.A foi ter aderido ao Programa de Recuperação Fiscal – REFIS no qual gerou um crédito tributário sobre os prejuízos fiscais de imposto de renda e da base negativa de contribuição social. Além disso, houve um incremento de 29,0% em despesas financeiras decorrente do aumento de pagamento de juros de empréstimos e financiamentos e a perda com a variação cambial, visto que muitas vendas foram realizadas em peso argentino desvalorizado no período.

Em 2013, a empresa teve uma melhora de 1.181,0% no seu EBITDA decorrente da diminuição do prejuízo em 49,4% comparado ao período anterior. As vendas totais foram de R\$ 1.110,9 milhões e R\$ 432,8 milhões para os mercados interno e externo, respectivamente. Os principais fatores para a variação do EBITDA são: nova estratégia de mercado, redução de custos e despesas, crescimento do preço médio. A Companhia interrompeu a fabricação de

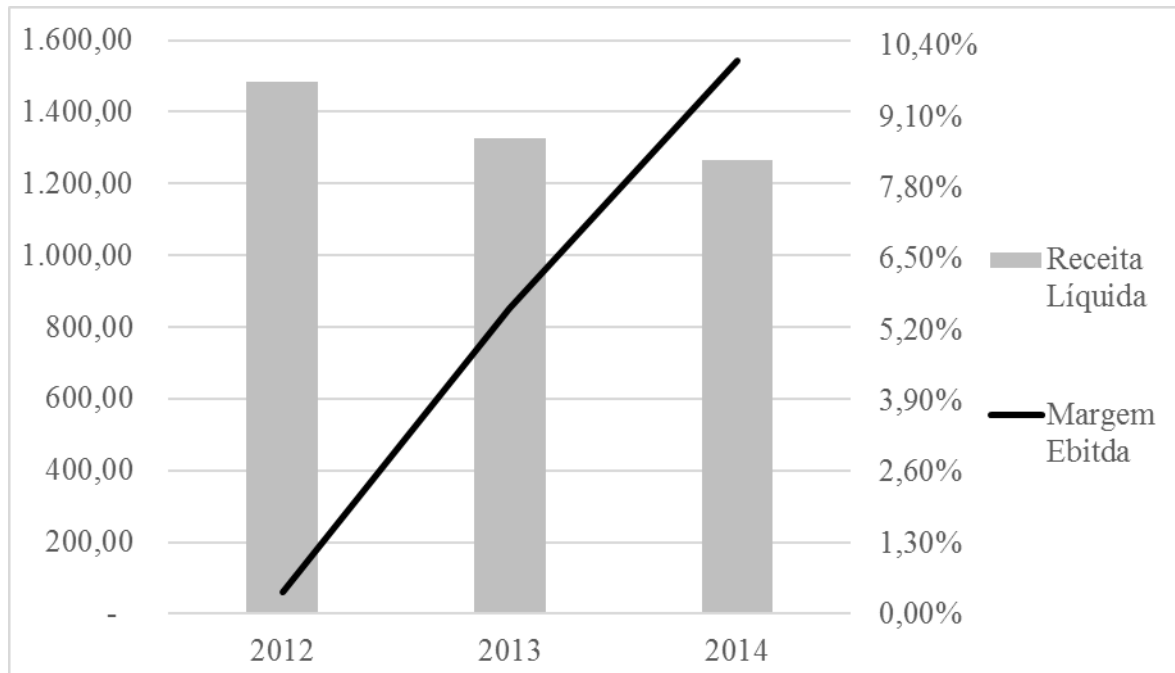
chinelos e confecções no mercado interno, visto que foi avaliado que essa produção gerava baixa lucratividade.

Por conseguinte, houve uma diminuição de 7,2% em relação a 2012 no Custo dos Produtos Vendidos. As despesas operacionais tiveram uma queda 9,3% decorrentes das despesas com *royalties* e propaganda com o encerramento de contratos com os clubes de futebol e programas de incentivos para redução de despesas. O crescimento do preço médio no período está relacionado a recuperação no alinhamento dos preços e nas mudanças no mix de produtos voltado a incluir maior volume de calçados femininos das marcas Azaléia e Dijean.

Em 2014, o EBITDA teve um crescimento de 72,7% em relação ao período anterior e com uma diminuição do prejuízo líquido do exercício de 42,5%. Os principais motivos para esse aumento foram: qualificação da receita das marcas e melhora substancial na matriz de custos. O Custo dos Produtos Vendidos experimentou nova diminuição de 12,3% pelas ações no âmbito operacional e estratégico de redução de custos. Ademais, o resultado operacional foi positivo no valor de R\$ 59,1 milhões, sendo que nos dois anos anteriores foram negativos (R\$ -7,8 milhões em 2013 e R\$ -81,0 milhões em 2012). Também contribuiu para um melhor resultado a redução do endividamento bancário em R\$ 84,3 milhões no período.

A Figura 4 apresenta a evolução da Receita Líquida (Receita Bruta sem deduções) e a Margem EBITDA (divisão do EBITDA pela Receita Líquida) da Vulcabras|azaleia S.A entre 2012 e 2014.

Figura 4 – Receita Líquida x Margem EBITDA da Vulcabras|azaleia S.A



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da pesquisa (2015).

Na Figura 4, observamos um crescimento positivo da Margem EBITDA ainda que a Receita Líquida tenha diminuído nos períodos analisados. Portanto, a empresa foi eficiente na sua capacidade de geração operacional de caixa, mesmo que isso não resultou num aumento de Receita Líquida para a Companhia, corroborando com a política de redução de custos relatado no Relatório da Administração.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo avaliar as principais causas da variação do EBITDA das empresas listadas na BM&F Bovespa pertencentes ao segmento de calçados, utilizando esse indicador no período de 2012 a 2014, de acordo com a Instrução CVM nº 527/12. Informa-se que antes dessa Instrução as empresas utilizavam o EBITDA ajustado o qual, muitas vezes, distorcia o resultado divulgado e, não sendo confiável como indicador de comparação. Após a referida Instrução da CVM é possível calcular a correta *performance* da empresa pelo EBITDA, a partir de dados das Demonstrações do Resultado do Exercício das empresas.

Pela análise dos dados conclui-se que o crescimento do EBITDA entre 2012 a 2014 está relacionado aos aumentos de: volume de vendas, preços por unidade produzida, faturamento e diminuição de custos e despesas operacionais das empresas analisadas. Nestes termos, os custos e despesas foram reduzidos, a partir da sinergia no trabalho em equipe,

visando cumprir os objetivos com eficiência e eficácia, buscando maior produtividade operacional, bem como a reorganização dos processos internos, identificando as falhas e barreiras geradoras de gargalos nos fluxos produtivos. Quanto aos aumentos do volume de vendas, preços por unidade produzida e faturamento ocorreram como consequência de um incremento no mix de produtos e a valorização da marca com a finalidade de atingir maior *market share*, aumentando a participação no mercado calçadista.

Portanto, as empresas Cambuci S.A. e Vulcabras|azaleia S.A. tiveram os maiores crescimentos da Margem Líquida, visto que realizaram uma política de redução de custos, sendo eficiente a curto prazo. Entretanto, as empresas Alpargatas S.A. e Grendene S.A. realizaram ações estratégicas, investindo na marca, aumentando o parque fabril, via aquisição de participação em empresas e aumento de pontos de venda que impactaram nos custos e despesas ao longo do período avaliado, mas, que deverão gerar retorno a longo prazo para as mesmas.

REFERÊNCIAS

ABICALÇADOS. **Queda na corrente de comércio de calçados**. Assessoria de Imprensa 12 jun. 2015.

Disponível em: <http://www.abicalcados.com.br/site/noticias_detalhes.php?id=548>. Acesso em: 21 out. 2015.

ABICALÇADOS. **Mercado externo domina pauta de coletiva da Abicalçados na Franca**. Assessoria de Imprensa 07 jul. 2015. Disponível em:

<http://www.abicalcados.com.br/site/noticias_detalhes.php?id=564>. Acesso em: 21 out. 2015.

ALCALDE, Adriano; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; TAKAMATSU, Renata Turola. Margem EBITDA em companhias brasileiras. Decomposição de variância e efeitos hierárquicos. **Revista Contaduría y Administración**, p. 197-220, abr./jun. 2013

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**: noções práticas. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM N° 527. Rio de Janeiro, 2012.

Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst527.html>>. Acesso em: 21 nov. 2015.

COSTA, Achyles Barcelos da; FLIGENSPAN, Flávio Benevett. **O deslocamento de empresas de calçados para o Nordeste brasileiro**. Porto Alegre: Editora UFRGS, 2013.

DANA, Samy. O que a crise econômica tem a ver com você. **Revista Você S/A**, abr. 2015. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-voce-sa/noticias/o-que-a-crise-economica-tem-a-ver-com-voce>>. Acesso em: 12 ago. 2015.

DIAS, Airton Manoel. Pesquisa: Perfil do Varejo Brasileiro de Calçados e Bolsas 2012/2013. **Notícias da Couromoda**, jul. 2013.

Disponível em: <<http://www.couromoda.com/noticias/ler/pesquisa-perfil-do-varejo-brasileiro-de-calcados-e-bolsas-2012-2013>>. Acesso em: 12 ago. 2015.

FRANCA, Marcelo Aguiar de. Cadê a fábrica que estava aqui? O exemplo de Franca mostra como a China está tirando empregos do Brasil. **Revista Época**, fev. 2006. Disponível em: <<http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EDR73120-5994,00.html>>. Acesso em: 15 out. 2015.

GRADILONE, Cláudio. Para que serve o Ebitda? **Revista Exame**, ago. 2002. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/772/noticias/para-que-serve-o-ebitda-m0052337>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

INDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. - 4. reimpr. - São Paulo: Atlas, 2012.

INSTITUTO DE ESTUDOS E MARKETING INDUSTRIAL. Press Release: IEMI lança Relatório Setorial da Indústria de Calçados no Brasil, **IEMI**, jul. 2014. Disponível em: <<http://www.iemi.com.br/press-release-iemi-lanca-relatorio-setorial-da-industria-de-calcados-no-brasil/>>. Acesso em: 12 ago. 2015.

MARTINS, Eliseu. **EBITDA, o que é isso?** Informações Objetivas, Caderno Temática Contábil e Balanços, n. 19, São Paulo, 1997.

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

MOREIRA, Angélica Tavares et al. Um estudo comparativo do EBITDA e do fluxo de caixa operacional em empresas brasileiras do setor de telecomunicações. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Uneb, Salvador, v. 4, n. 3, p. 05-22, set./dez. 2014.

NEVES, José Luis. **Caderno de pesquisa em administração**. São Paulo: v. 1, n. 3, 2º semestre, 1996.

ROCHA, André. Após abusos, cálculo do Ebitda agora é lei. **Revista ValorInveste**, out. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2876970/apos-abusos-calculo-do-ebitda-agora-e-lei>>. Acesso em: 12 ago. 2015.

ROQUE, Leandro. A indústria de calçados e os pobres descalços. **Instituto Ludwig von Mises**, jan. 2010. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=585>>. Acesso em: 05 nov. 2015.

SILVESTRIN, Luisiane Evelise; TRICHES, Divanildo. A análise do setor calçadista brasileiro e os reflexos das importações chinesas no período de 1994 a 2004 – **Revista Econômica**, Rio de Janeiro, v.10, n. 1, p. 145-170, jun. 2008.

VIEIRA, Carlos André Marinho; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Instrução CVM 527 e a Regulação do Ebitda: Faz Sentido? In: VII SEMINÁRIO UFPE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2013, Pelotas. **Anais eletrônicos...**Pelotas: CCSA/UFPE, 2013. Disponível em:

<https://www.ufpe.br/ppgcontabeis/images/documentos/viiseminarioanais_vol_1_23102013.pdf>. Acesso em: 21 out. 2015.

YOKOI, Yuki. Ebitda padronizado pela CVM é introduzido nos balanços. **Revista Capital Aberto**, mar. 2013.

Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2013/Ebitda-padronizado-pela-CVM-e-introduzido-nos-balancos-2013-03-22.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 ago. 2015.