

AGREGAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO: UM ESTUDO COMPARATIVO DAS EMPRESAS AMBEV E SOUZA CRUZ

Julia Fieri de Oliveira¹
Thaís Dodó Costacurta²
Isabel Cristina Gozer³

OLIVEIRA, J. F. de; COSTACURTA, T. D.; GOZER, I. C. Agregação de valor econômico: um estudo comparativo das empresas Ambev e Souza Cruz. **Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR**, Umuarama, v. 15, n. 2, p. 251-275, jul./dez. 2014.

RESUMO: Este estudo versa sobre a importância da avaliação de empresas, haja vista que proporciona aos empresários e diretores condições favoráveis para a compreensão e uma leitura acertada para projetos futuros de crescimento e investimento. Defende-se a ideia que, por meio da avaliação, os dados apresentados pela empresa se tornam mais confiáveis. O processo para a avaliação de empresas não é instantâneo, passa por diversas fases que precisam ser respeitadas para que a avaliação seja eficaz e completa. Descreve-se na fundamentação teórica alguns passos que são essenciais para que uma avaliação de empresas se torne eficiente, entre esses destacam-se a Demonstração de Fluxo de Caixa – DFC e o *Economic Value Added* – EVA. O primeiro é um controle financeiro que auxilia o administrador a tomar decisões de acordo com o caixa da empresa, por sua vez o EVA, é um indicador de desempenho que representa o valor econômico agregado à empresa. Quanto ao método, trata-se de uma pesquisa quantitativa e descritiva, cujo material estatístico visa a detalhar e comparar os resultados das empresas AMBEV e Souza Cruz. No período analisado, o desempenho das empresas a partir do EVA, foi satisfatório, haja vista que os resultados de ambas foram positivos e crescentes. Portanto, houve agregação de valor econômico no período analisado, ou seja, de 2009 a 2011. Tal fato deve-se ao aumento do retorno sobre o capital investido e, também, pela queda observada no custo, já que na empresa AMBEV houve uma variação de crescimento de 42,11% e, na empresa Souza Cruz, uma variação positiva de 17,56%.

PALAVRAS-CHAVE: Avaliação. EVA. Desempenho financeiro. Agregação de valor econômico.

¹Bacharel em Ciências Contábeis - UNIPAR - Universidade Paranaense - julia_olifieri@hotmail.com

²Bacharel em Ciências Contábeis - UNIPAR - Universidade Paranaense - tdc_thais@hotmail.com

³Doutora em Engenharia de Produção - Professora do Curso de Ciências Contábeis - UNIPAR - Universidade Paranaense - isa@unipar.br

ECONOMIC VALUE ADDED: A COMPARATIVE STUDY OF THE COMPANIES AMBEV AND SOUZA CRUZ

ABSTRACT: This study addresses the importance of business evaluation, considering that it offers entrepreneurs and directors favorable conditions for understanding and a correct reading for future growth and investment projects. It defends the idea that, through the evaluation, the data presented by the company become more reliable. The process for the evaluation of companies is not instantaneous, it goes through various stages that need to be respected in order to make the evaluation effective and complete. The theoretical foundation describes some of the steps that are essential for a business evaluation to become effective, and among them, emphasis is applied to the Cash Flow Statement - CFS and the Economic Value Added - EVA. The former is a financial control that assists the administrator in taking decisions according to the company's cash, and the latter is a performance indicator that represents the economic value added to the company. The method used in this paper is a quantitative and descriptive research, whose statistical material is intended to break down and compare the results of the companies AmBev and Souza Cruz. In the period analyzed, the EVA performance of the companies was satisfactory, given that the results were both positive and growing. Therefore, there was an aggregation of economic value in the analyzed period, that is, from 2009 to 2011. This fact is due to the increase in return on invested capital and also for the observed decrease in cost, since the company AmBev presented a growth variation of 42.11%, and the company Souza Cruz, an increase of 17.56%.

KEYWORDS: Evaluation. EVA. Financial performance. Economic value added.

AGREGACIÓN DE VALOR ECONÓMICO: UN ESTUDIO COMPARATIVO DE LAS EMPRESAS AMBEV Y SOUZA CRUZ

RESUMEN: Este estudio versa sobre la importancia de evaluación de empresas, teniendo en cuenta que ofrece a los empresarios y directores condiciones favorables para la comprensión y lectura correcta para futuros proyectos de crecimiento e inversión. Defiende la idea de que, a través de evaluación, los datos presentados por la empresa se vuelven más fiables. El proceso para la evaluación de empresas no es instantáneo, pasa por diversas etapas que deben ser respetados para que la evaluación sea eficaz y completa. Se describe en la fundamentación teórica algunos pasos que son esenciales para que se vuelva una evaluación eficiente, entre ellos se destacan la Demostración de Flujo de Caja - DFC y el Valor Económico Añadido - EVA. El primero es un control financiero que ayuda

al administrador a tomar decisiones de acuerdo con la caja de la empresa, a su vez EVA es un indicador de rendimiento que representa el valor económico de la empresa. En cuanto al método, se trata de una investigación cuantitativa y descriptiva, cuyo material estadístico busca detallar y comparar los resultados de las empresas AMBEV y Souza Cruz. En el período analizado, el desempeño de las empresas a partir del EVA, fue satisfactorio, dado que los resultados de ambas fueron positivos y crecientes. Así que hubo agregación de valor económico en el período analizado, es decir, de 2009 a 2011. Este hecho se debe al aumento del retorno sobre el capital invertido y, también por la disminución observada en el costo, ya que en la empresa AMBEV hubo una variación de crecimiento de 42,11%, y en la empresa Souza Cruz, una variación positiva de 17,56%.

PALABRAS CLAVE: Evaluación. EVA. Desempeño financiero. Agregación de valor económico.

1 INTRODUÇÃO

Empresas de vários ramos, por mais que o administrador seja experiente e esteja preparado, acabam tendo problemas, passando por dificuldades sem entendê-las e tampouco identificá-las. Isso se deve, em muitos casos, por não serem feitas análises preventivas do desempenho econômico-financeiro e para avaliar se as decisões tomadas estão corretas.

Com uma contabilidade bem estruturada a empresa só tem a ganhar, pois seus dirigentes passam a entender o que ocorre nas atividades da empresa e a buscar a melhoria constante dos resultados econômicos. Também, a contabilidade permite apurar o lucro real que é uma condição necessária para garantir a perenidade da empresa, além de permitir ampliar o patrimônio e, conseqüentemente, atrair investidores. Para a lucratividade do negócio é preciso haver uma criação de valor, que está ligada à ideia de empregar recursos mais vantajosos e produtivos.

O valor pode ser determinado por meio de um dos modelos de avaliação de empresas, mas segundo Perez e Famá (2004), os diversos métodos e modelos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, porém nenhum método, isoladamente, pode ser considerado correto, inquestionável ou exato.

Com as várias alternativas de avaliação do desempenho da empresa, que buscam a melhor maneira de apurar o valor real do negócio, é possível observar que algumas empresas dão lucro, mas na verdade destroem valor, pois lucro não é valor. Dessa forma, os administradores tentam evitar que isso aconteça, discutindo os diferentes critérios de avaliação.

Dentre os métodos de avaliação de empresas, merece ser citado o mo-

delo de precificação de ativos financeiros – CAPM, que presta-se para a apuração da taxa de retorno esperada, bem como, o fluxo de caixa - DFC, que demonstra a origem de todo o dinheiro que entra e sai do caixa, em certo período. Além desses, existem outros métodos de avaliação, como o *Economic Value Added*- EVA, que permite aos gestores, executivos, acionistas e investidores avaliarem com mais facilidade dados sobre os negócios realizados na empresa, em determinado período.

Neste estudo foi empregado o EVA, por ser um modelo de simplificada compreensão e que permite uma visão clara dos dados, com o propósito de demonstrar o valor mais próximo da realidade nas empresas analisadas. Dessa forma, foi executada a avaliação de desempenho de duas grandes empresas, consideradas líderes no mercado, uma no ramo de bebidas e outra de cigarros, ambas contam com produtos de grande giro de comercialização, entre a população de todas as classes sociais. Foram analisadas a Companhia de Bebidas das Américas (Ambev) e a Souza Cruz S.A., de 2009 a 2011, com o propósito de identificar se criaram ou destruíram valor no decorrer desse período.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Avaliação De Empresas

Saurin et al (2007), comenta que, geralmente, não existe uma resposta certa para o problema de avaliação de empresas. Dessa forma, a avaliação é muito mais uma arte do que uma ciência. Os métodos clássicos de avaliação estão baseados no valor potencial ou dinâmico (valor da empresa em operação).

Oliveira (2004), diz que a avaliação de empresas e negócios é o processo estruturado em que todos os fatores externos ou não controláveis, em sua realidade atual e projetada, bem como todos os fatores internos ou controláveis, são analisados e avaliados para se verificar os resultados apresentados.

Nesse sentido, explica Falcini (1995, p. 15),

[...] uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuam as forças de mercado; é um ponto de referência muito importante para a análise e compreensão das diversas forças que movimentam e motivam os indivíduos, em economias livres e eficientes, nas suas relações de troca.

Por sua vez, Amaral (2009), afirma que os administradores precisam ter

uma compreensão de quais fatores devem influir no valor da empresa, para que possam tomar decisões operacionais mais eficientes.

A avaliação e análise econômico-financeira de uma empresa tem grande influência nas decisões tomadas pelos administradores, como exemplo pode-se citar a determinação do valor da participação de cada sócio, bem como a fusão com uma ou mais empresas.

Na Lei 10.406/02, sobre o Código Civil, Hoog (2003), aponta que o art. 1.187 trata de “avaliar” e “estimar”, como dois mecanismos diferentes. Estimar deriva de arbitrar, atribuição por critério preestabelecido de um valor a um bem (Resolução do Conselho Federal de Contabilidade - CFC 858/99, item 13.4: “O arbitramento é a determinação de valores ou a solução de controvérsia por critério técnico”, como o valor do estoque de matéria-prima. Avaliar, para o mesmo item 13.4, da mesma resolução, é “o ato de estabelecer o valor de coisas, bens, direitos, obrigações, despesas e receitas”, que é determinar a valia ou o valor do bem como, por exemplo, um veículo contabilizado como ativo fixo.

Nesse sentido, Nery Junior e Nery (2011, p. 934), ainda sobre o artigo 1.187, fazem um comentário sobre o *goodwill of a trade*:

É a aptidão da empresa para produzir lucros em virtude da qualidade e do bom funcionamento de sua organização. Decorre de fatores diversos, de ordem material, imaterial e pessoal. O direito do aviamento constitui-se na tutela do complexo de elementos que constituem a causa do aviamento em si mesmo considerado... Há duas formas de aviamento: a) aviamento objetivo (ou real – local *goodwill*), atinente ao imóvel, sua localização, sua organização etc.; b) aviamento subjetivo (ou pessoal – *personal goodwill*), que concerne à pessoa do titular da empresa.

É o único artigo do Código Civil que oferece suporte para que os administradores efetuem a avaliação do modo mais adequado, de forma a estabelecer bens, direitos e obrigações e, também, de modo a não permitir uma superavaliação do intangível da empresa.

Falcini (1995) explica que as informações da empresa são peças fundamentais nos processos de avaliação econômico-financeira. Dessa forma, o maior nível e a qualidade de informações relevantes sobre a empresa, suas políticas e decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos, permitem melhor condição de antecipar o valor econômico intrínseco da empresa e das suas ações.

Oliveira (2004), também afirma que a obtenção de informações representa um dos aspectos mais importantes no plano de diversificação e, ainda, que a empresa deve ter perfeito conhecimento desse processo. Assim, no processo de avaliação, as informações sobre a empresa são requisitos essenciais para um

melhor nível de qualidade, esclarecimento e transparência dos resultados econômicos obtidos.

O processo de avaliação de empresas é amplo e, cada parte, é importante para o contexto final. Martins (2001), resume o processo em doze fases, para que o administrador não perca seu objetivo diante de tanta informação.

Começa pela preparação de um planejamento estratégico básico, que pode ser do mais resumido até o mais completo, mas deve existir. A estruturação do modelo básico a ser utilizado na análise e avaliação da empresa é o modelo de gestão que será escolhido pelo administrador e, quando não é dada a devida atenção para essa fase, futuramente pode ocorrer danos para a empresa.

A análise estruturada de diversificação de negócios deve ser elaborada por um plano estruturado. A análise do mercado e de seu potencial deve ser feita de forma interativa entre o que se espera e a realidade de mercado. Essa não deve ser considerada uma prática, pois várias técnicas mostram a melhor qualidade da análise do mercado.

A fase de análise tecnológica deve voltar a atenção para a evolução que está ocorrendo no mercado, principalmente o relacionado com produtos e serviços da empresa. A análise do *goodwill* ou do ativo intangível é muito importante para a empresa conhecer seu valor de mercado, que a contabilidade em si não mostra, pois o que pode ser mostrado é apenas baseado em fatos concretos. Nesse momento, há uma consolidação da vantagem competitiva da empresa, decorrente do detalhamento da primeira fase. A análise do modelo de gestão procura resolver todas as questões de influência na gestão da empresa como, por exemplo, a estrutura organizacional.

Uma das fases mais importantes é a análise econômico-financeira da empresa. Existem alguns administradores que pensam que essa análise deve ser uma das primeiras, mas na realidade, deve ser a última, pois é resultante de todas as outras análises feitas anteriormente. Há vários indicadores de desempenho que podem ser utilizados para a análise econômico-financeira, tais como: as perspectivas do mercado e dos clientes (fidelidade, conquista, insatisfação, imagem, conhecimento); a perspectiva financeira (rentabilidade, valor econômico agregado – EVA, liquidez corrente, crescimento); a perspectiva dos processos (produtividade, eficiência, desperdício); a perspectiva de aprendizado, inovação e crescimento (conformidade de projeto, geração de ideias); a perspectiva de responsabilidade social (imagem pública, custo ambiental, investimentos social e ambiental); a perspectiva das pessoas (conhecimento, satisfação, competência, eficácia); a perspectiva de aquisição e dos fornecedores (qualidade, produtividade, eficácia); a perspectiva do ambiente organizacional (satisfação, capital intelectual, habilidade dos líderes). Por fim, na última fase, devem-se fazer a incorporação e a consolidação da empresa.

Conforme Martins (2001, p. 263), “ao avaliar uma empresa, se objetiva alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia.”

Por sua vez, Cunha (2011), relata que embora não exista um valor correto para um negócio, qualquer que seja o propósito da avaliação de uma empresa, sempre a busca pelo valor intrínseco da empresa é o alvo do analista. Acrescenta, que o acesso a todas as informações e um modelo de avaliação perfeito não existe, mas deve-se procurar as informações disponíveis e com o modelo existente, fazer uma aproximação desse valor.

Damodaran (2002, p.2), sobre isso, destaca:

Há muitas áreas na avaliação em que existe espaço para a discórdia, inclusive em relação a como estimar valor real e quanto tempo levará para que os preços se ajustem ao valor real. Mas há um ponto sobre o qual não pode haver diversidade de opiniões. Os preços dos ativos não podem ser justificados simplesmente com o emprego do argumento de que haverá outros investidores dispostos a pagar um preço mais alto, no futuro.

Como citado, existem vários modelos de avaliação de empresa, sendo assim, na sequência discorre sobre alguns modelos.

O modelo *Capital Asset Pricing Model*- CAPM, também conhecido como modelo de precificação de ativos financeiros, oferece conceitos válidos e aceitos para a estimativa do custo de oportunidade do capital próprio. Pode ser compreendido como a expectativa de retorno sobre um investimento durante um determinado período, normalmente de um ano. Segundo Forster (2009), o CAPM foi desenvolvido por Willian Sharpe e é considerado teoricamente uma das melhores alternativas para a apuração da taxa de retorno requerida pelos investidores.

Para Damodaran (2006), o CAPM ainda é o padrão pelo qual os demais modelos para risco e retorno são medidos. Sendo assim, no CAPM, os investimentos são mensurados em duas dimensões, ou seja: o retorno esperado sobre o investimento, que compreende a recompensa; e, a variância nos retornos esperados, que compreende o risco do investimento.

Segundo explica Assaf Neto (2008, p. 73), “pode-se dizer que o custo do capital é um padrão válido de avaliação do desempenho financeiro das empresas direcionando ao objetivo de maximização da riqueza de seus proprietários.”

Conforme Müller e Teló (2003), o modelo baseado no *goodwill*, genericamente, é o valor que uma empresa possui, que sobrepõe seu valor contábil ou seu valor contábil ajustado. Relatam Schmidt e Santos (2002, p. 153), que *goodwill* é um termo utilizado, nas normas internacionais, “para representar um

conceito similar nas normas brasileiras ao ágio que surge na aquisição de investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial com fundamento econômico em expectativa de lucros futuros”.

O modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos. Conforme Martins (2001), os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item, como o item estoques de matéria-prima, cujo critério de avaliação seria o custo de reposição.

Para Perez e Famá (2004), o modelo de avaliação com base no valor das ações em bolsas de valores, é caracterizado como um dos mais simples métodos de avaliação, porém, válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto, e tendo suas ações não apenas negociadas em bolsa de valores, mas também com expressiva liquidez de mercado, que garanta ao preço dessas ações um valor sujeito a poucas oscilações especulativas. Esse método tem como premissa básica a teoria de eficiência do mercado, e apura o chamado valor de mercado da empresa.

Damodaran (2006, p.359), destaca sobre o modelo de avaliação baseado no preço/lucro:

Há várias razões pelas quais os índices preço/lucro são tão utilizados em avaliações. Primeiro, é uma informação estatística intuitivamente interessante que relaciona o preço pago aos lucros atuais. Segundo, é simples de calcular para a maioria das ações e está amplamente disponível, tornando simples as comparações entre ações. Terceiro, pode ser um substituto de várias outras características da empresa, incluindo o risco e o crescimento.

Quando a relação de preço/lucro é alta indica a existência da expectativa do aumento dos benefícios gerados pela empresa. Martins (2001), afirma que ela também é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes.

A demonstração de fluxo de caixa é um controle financeiro que tem por objetivo auxiliar o gestor ou empresário a tomar decisões sobre a situação do caixa da empresa, demonstrando-se a origem de todo o dinheiro que entra e sai do caixa, em determinado período.

Segundo o CFC, n.º 1.296/10, os principais benefícios das informações dos fluxos de caixa são os seguintes:

[...] quando usada em conjunto com as demais demonstrações contábeis, proporciona informações que habilitam os usuários a avaliar as

mudanças nos ativos líquidos de uma entidade, sua estrutura financeira (inclusive sua liquidez e solvência) e sua capacidade para alterar os valores e prazos dos fluxos de caixa, a fim de adaptá-los às mudanças nas circunstâncias e oportunidades. As informações sobre os fluxos de caixa são úteis para avaliar a capacidade de a entidade gerar recursos dessa natureza e possibilitam aos usuários desenvolver modelos para avaliar e comparar o valor presente de futuros fluxos de caixa de diferentes entidades. A demonstração dos fluxos de caixa também melhora a comparabilidade dos relatórios de desempenho operacional para diferentes entidades porque reduz os efeitos decorrentes do uso de diferentes tratamentos contábeis para as mesmas transações e eventos.

Para Hendriksen e Breda (1999), o caixa representa o poder de compra que pode ser facilmente transferido, em uma economia de troca, a qualquer indivíduo ou organização para satisfação de suas necessidades específicas por bens e serviços desejados e disponíveis na economia.

O modelo dos múltiplos de faturamento, é um método muito difundido devido à sua facilidade de aplicação, parece compatível com pequenos negócios, como padarias, farmácias, entre outros, em que os eventos econômicos associados às operações da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor. Martins (2001), comenta que, com base na experiência do avaliador, a fixação primordialmente subjetiva do multiplicador tende a não comprometer a aproximação do valor econômico do empreendimento.

2.2 Modelo Baseado No Economic Value Added- Eva®

O EVA é um indicador de desempenho que representa o valor econômico agregado à empresa em determinado período. Stewart (apud EHRBAR, 1999) diz que esse indicador faz parte de um dos diversos modelos de avaliação de empresas disponíveis na literatura.

Werne e Lembeck (2000), afirmam que o EVA é um indicador do valor econômico agregado que permite a executivos, acionistas e investidores avaliarem com clareza se o capital empregado num determinado negócio está sendo bem aplicado. Ao trabalhar na base de regime de caixa, elimina as distorções contábeis, por isso, trata-se do lucro econômico.

Comenta Pancher (2002, p. 14):

No entanto, a idéia de valor econômico adicionado como medida de performance existe há mais de 200 anos. Isto porque, em sua forma mais fundamental, o EVA não passa de uma noção simples de lucro residual, que considera uma taxa de retorno compensatória do risco.

Assim, se o lucro residual de um negócio é zero, significa que o lucro operacional deste negócio é igual ao retorno exigido pelo risco do investimento.

O modelo EVA é considerado uma inovação, bastante significativa e importante, por Backes (2002), porque tornou moderna a teoria financeira e suas implicações na administração, facilitando o entendimento de gerentes que não são treinados em finanças ou que mantêm pouco contato com todo este arcabouço financeiro. Sobre isso, afirma Ehrbar (1999, p. 2):

O EVA funciona tão bem como um abrangente sistema de gestão financeira porque a medição do EVA em si envolve um enorme poder analítico, relevando muito mais das dinâmicas subjacentes a um negócio do que qualquer outra ferramenta gerencial. Entretanto, o EVA também é surpreendentemente fácil de comunicar a gerentes não-financeiros e até mesmo ao pessoal da linha de frente, desde que todos na organização tenham o mesmo objetivo claro - aumentar o EVA o quanto for possível. Quando o EVA se torna o foco único para todas as decisões, ele estabelece ligações claras e responsabilizáveis entre pensamentos de capital, decisões operacionais diárias e valor para acionistas. No processo, pode nutrir um sentido incomum de parceria e cooperação entre as funções corporativas e as divisões operacionais que vivem às turras em muitas organizações.

A capacidade de conscientizar rapidamente o gestor sobre as expectativas do investidor em relação à sua atuação é uma grande vantagem apresentada pelo EVA, assim como a simplicidade de compreensão, até mesmo para colaboradores não experientes em finanças. Nascimento (1998), afirma que, embora haja grandes vantagens, tem suas limitações, pois apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contábeis tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-los globalmente, em vez de tratar as informações à medida que ocorrem os eventos e a base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

Segundo Ringon (2012), o EVA apresenta algumas vantagens, tais como: o auxílio na formulação de planos, projetos e orçamentos de longo prazo; o alinhamento dos interesses dos agentes com os dos diretores, submetendo os gerentes e funcionários às vontades dos acionistas; a criação de uma teia de interesses; e, finalmente, quando é utilizado para determinar o valor da remuneração dos funcionários, os motiva a agregar valor e indica realmente o quanto foi agregado de riqueza.

Quadro 1: Abordagem do EVA

1	Formulação contábil do lucro líquido	A determinação do EVA acontece com a dedução do valor pago para remunerar os recursos captados dos acionistas, também conhecido como capital próprio. Por esta abordagem considera-se que os juros pagos na captação de recursos alheios (capital de terceiros) já foram abatidos das receitas como despesas financeiras, originando o lucro líquido;
2	Formulação contábil do lucro operacional	Nesta concepção o cálculo do EVA realizado com a subtração dos valores que remuneraram os recursos captados junto a terceiros, bem como o capital próprio, do lucro operacional (ou NOTPAT);
3	Formulação financeira do RROI	O cálculo do EVA considera, por este enfoque, a aplicação do percentual do RROI (residual return on investment) sobre o total dos recursos captados (investimento total). O RROI, é o spread entre a taxa de retorno de uma empresa (ROI) menos o seu respectivo custo de capital;
4	Formulação financeira do WACC	É o enfoque mais tradicional de obtenção do EVA deduzindo-se do lucro operacional (NOPLAT) a parcela resultante do Weight Average Costof Capital - WACC, que expressa o custo médio ponderado do capital, ou o custo de oportunidade da empresa obtido pela ponderação dos custos dos capitais próprios e de terceiros).

Fonte: RINGON (2012)

No quadro 1, estão descritas as quatro fórmulas que abordam distintamente o EVA, sendo duas contábeis (lucro líquido e lucro operacional) e duas financeiras (RROI e WACC). A fórmula mais utilizada, coincide em ser a mais tradicional, é a fórmula financeira do WACC, que expressa o custo médio ponderado do capital ou o custo de oportunidade da empresa obtido pela ponderação dos custos dos capitais próprios e de terceiros.

De acordo com Uliana e Gimenes (2008), o EVA® é a medida interna de desempenho mais estreitamente correlacionada com a criação de valor para os acionistas.

A fórmula para o cálculo do EVA é dada por:

$$EVA = CI \times (ROIC - WACC)$$

Sendo:

EVA: Valor econômico agregado

CI: Capital investido (ativo econômico)

ROIC: Retorno sobre o capital

WACC: Custo médio ponderado de capital

Backes (2003), relata que o capital investido seria o total do ativo, ou

seja, todo investimento realizado no negócio, exceto uma parcela que representa as fontes do passivo operacional e que não têm custo específico ou já estão incluídas no custo operacional.

A fórmula para o cálculo do capital investido é dada por:

$$CI - CGO + AIL +/- SOCLP$$

Sendo:

CGO: capital de giro operacional (que é igual o ativo circulante operacional menos o passivo circulante operacional).

AIL: ativo imobilizado líquido (que é igual o ativo imobilizado menos a depreciação).

SOCLP: Saldo de outras contas de longo prazo, que é igual o realizável a longo prazo (sem o imobilizado líquido) menos o exigível a longo prazo (sem os financiamentos).

De acordo com Santos (2001), para mensurar o resultado sobre os investimentos realizados no período, recorre-se ao cálculo do retorno sobre o capital investido (ROIC), baseando-se na fórmula:

$$ROIC = \left(\frac{NOPAT}{CI} \right) \times 100$$

Sendo:

NOPAT: *net operating profit after taxes* ou lucro operacional líquido após impostos, calculado no final do exercício (t).

O NOPAT é calculado a partir dos dados da demonstração de resultados do exercício, ou seja, é calculado conforme se demonstra a seguir:

Receita líquida de vendas (-) Custos operacionais (inclusive depreciação) (-) Despesas operacionais <hr/> = Lucro operacional (LAJIR) (-) Impostos ajustados sobre o LAJIR <hr/> = NOPAT

No custo médio ponderado de capital- WACC, para a realização dos

cálculos, deve-se considerar uma ponderação entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. A fórmula para o cálculo do WACC, é dada por:

$$WACC = CL + CAPM$$

Sendo:

CL: capital líquido

CAPM: *Capital asset pricing model*(modelo de precificação de ativos financeiros)

Segundo Kassai (2000) e Kassai (2000), o cálculo do EVA deduzindo-se o capital líquido - CL o montante relativo à remuneração do capital próprio. Isso é possível pelo fato de já estar computado no CL a remuneração do capital de terceiros. A fórmula para o cálculo do capital líquido, é dada por:

$$CL = CB \times (1 - IR)$$

Sendo:

CB: Capital bruto

IR: Imposto de renda

Segundo Assaf Neto (2003), por meio do modelo CAPM, é possível apurar-se a taxa de retorno requerida pelos investidores. O coeficiente beta, medida obtida do modelo, indica o incremento necessário no retorno de um ativo de forma a remunerar adequadamente seu risco sistemático.

O cálculo do CAPM é realizado por meio da seguinte fórmula:

$$CAPM = TRL + \beta \times (TRM - TLR)$$

Sendo:

CAPM: Modelo de Precificação de Ativos Financeiros

TLR: Taxa Livre de Riscos

TRM: Taxa Retorno de Mercado

β : Beta

3 METODOLOGIA

Quanto a forma de abordagem do problema, uma pesquisa pode ser quantitativa ou qualitativa. Esta pesquisa é quantitativa, conforme Dantas e Cavalcante (2006), tem o objetivo de mensurar, já que os resultados finais são reais e pouco passíveis de erros. Na maioria dos casos, os índices podem ser utilizados ao longo do tempo. É mais apropriado quando há possibilidade de medidas quan-

tificáveis a partir de amostras numéricas.

Quanto aos objetivos a pesquisa pode ser: exploratória, descritiva, explicativa, metodológica, aplicada e intervencionista. Esta pesquisa é descritiva, porque, de acordo com Vergara (2000), a pesquisa descritiva mostra características de determinado fenômeno ou população, pode também estabelecer relações entre variáveis envolvendo o uso de técnicas de coleta de dados. Porém, não tem o compromisso de esclarecer os fenômenos que descreve. Cervo e Bervian (2002, p. 66) complementam dizendo que “a pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los”.

De acordo com o relatório da administração fornecido pela Bovespa (2012), a Ambev, com operações em treze países, nas três Américas, é a cervejaria líder no mercado latinoamericano em volume e a quarta maior do mundo. O principal negócio da empresa consiste na produção e comercialização de cervejas, refrigerantes e outras bebidas não alcoólicas e não-carbonatadas. O *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* – EBITDA, normalizado consolidado da Ambev cresceu 14,8% em 2011, se comparado a 2010, atingindo R\$ 13.141,1 milhões, impulsionado pelo crescimento orgânico de 0,8% no volume consolidado.

Segundo o relatório da administração obtido pela Bovespa (2012), a Souza Cruz teve um volume total de cigarros comercializados no mercado brasileiro de cerca de 116,2 bilhões de unidades em 2011, apresentou um ligeiro crescimento de 0,6% em relação a 2010. Esse acréscimo está diretamente associado ao maior volume comercializado no mercado ilegal de cigarros, o qual aumentou em mais de 6%, comparado com 2010. O EBITDA atingiu R\$ 2.357,3 milhões, apresentando um crescimento de 13% em relação a 2010.

A análise foi desenvolvida por meio de etapas distintas, mas que se complementam entre si. Dessa forma, foram extraídos os dados dos demonstrativos financeiros das empresas analisadas, no caso Ambev e Souza Cruz, a partir das informações publicadas no *site* da Bovespa, no período de 2009 a 2011. Como o *site* da Bovespa não fornece algumas informações detalhadas a pessoas não-acionistas, como o beta e o retorno de mercado, foram encontrados por outros meios. O valor do Beta foi calculado com base nas informações obtidas no programa Economática (SOUZA, 2012), e o retorno de mercado foi obtido por meio de um relatório de avaliação feito para a Companhia Paranaense de Energia – COPEL (SAUER E VIEIRA, 2001). Na sequência, foi calculado o EVA, analisado e discutido os resultados e elaborada a conclusão.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

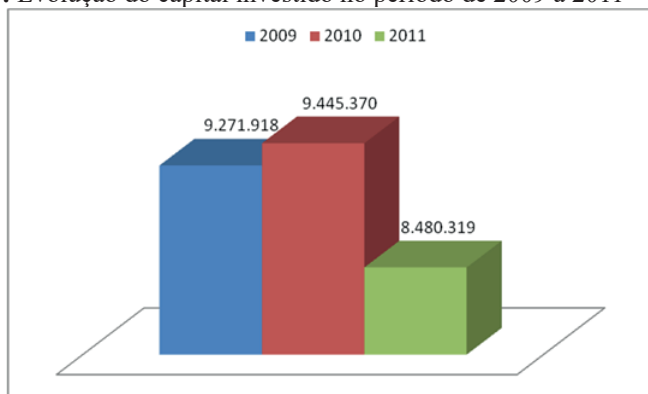
4.1 Comparação das empresa Ambev e Souza Cruz

A Ambev é uma empresa de capital aberto, com sede em São Paulo, que integra a maior plataforma de produção e comercialização de cervejas do mundo, a *Anheuser-Busch InBev (AB InBev)*. É a maior cervejaria do mundo e líder do mercado latinoamericano, produzindo e comercializando cervejas, refrigerantes e bebidas não carbonatadas.

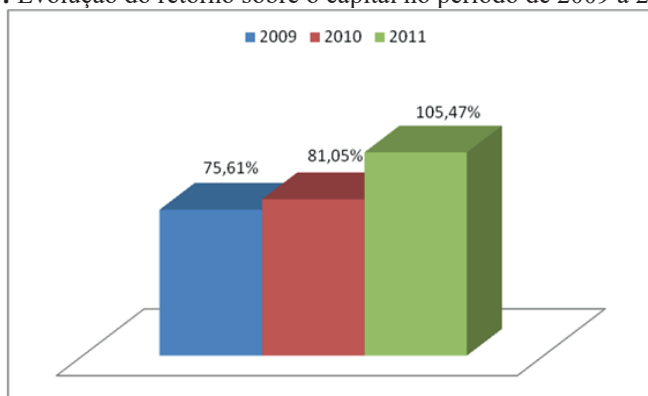
A empresa Souza Cruz é líder absoluta no mercado nacional de cigarros, é subsidiária da *British American Tobacco*, o mais internacional dos grupos de tabaco, com marcas comercializadas em 180 países. Fundada pelo imigrante português Albino Souza Cruz, em abril de 1903, no Rio de Janeiro, a Souza Cruz atua em todo o ciclo do produto, desde a produção e o processamento de fumo, até a fabricação e a distribuição de cigarros.

4.2 Análise da companhia de bebidas Ambev

Na figura 1, apresentam-se os valores calculados para o capital investido no período analisado. Nota-se que houve um pequeno crescimento de 1,87%, do ano de 2009 para 2010, mas o que realmente chama a atenção é alteração ocorrida no ano de 2010 para 2011, de -10,22%. Essa queda ocorre devido a grande mudança de valor do capital de giro operacional líquido, que praticamente igualou o passivo circulante operacional ao ativo circulante operacional.

Figura 1: Evolução do capital investido no período de 2009 a 2011

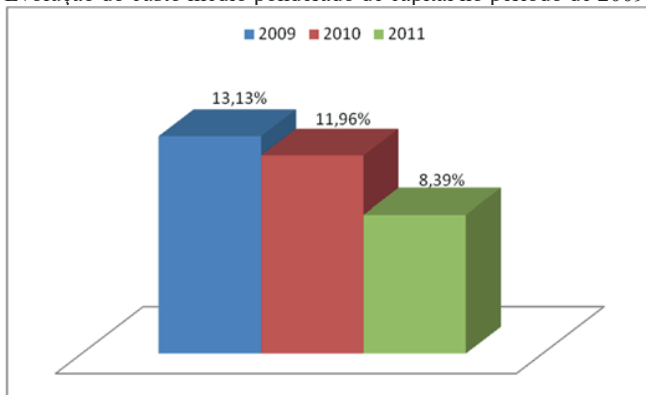
Observa-se na Figura 2 a evolução do retorno sobre o capital da Ambev, no período analisado. Evidencia-se um pequeno crescimento do ano de 2009 para o ano de 2010, de 5,44%. Já do ano de 2010 para 2011, houve um crescimento de 24,42%. Esse valor se deve a uma queda no valor do capital investido no ano de 2011, de quase R\$ 1.000.000,00, quando comparado ao ano anterior. Essa queda deve-se ao valor do exigível a longo prazo ter aumentado expressivamente.

Figura 2: Evolução do retorno sobre o capital no período de 2009 a 2011

Como pode ser visualizado na Figura 3, o custo médio ponderado de capital da empresa Ambev apresentou um declínio nos períodos analisados. No ano de 2009 o WACC era de 13,13%, já para o ano de 2010 caiu 1,17%, ou seja foi de 11,96%. Em 2011, ocorre a maior queda chegando a 8,39%, sendo que vários

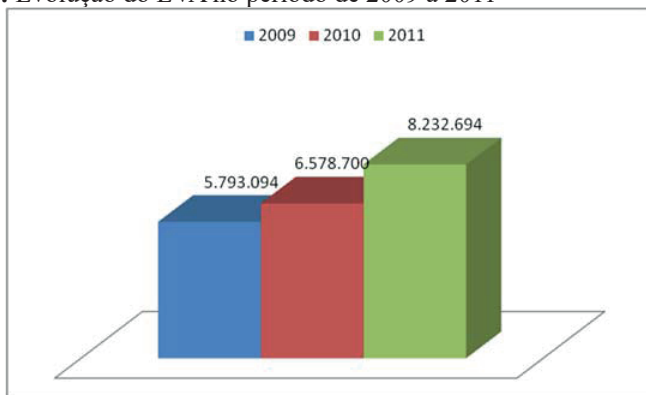
fatores contribuíram para que esses valores fossem reduzidos. Destaca-se o valor de β que teve uma queda maior, do ano de 2009 para o ano de 2010, de 0,10. O valor do capital bruto teve uma queda, principalmente do ano de 2010 (que era de 5,33), para o ano de 2011, que foi para 0,49.

Figura 3: Evolução do custo médio ponderado de capital no período de 2009 a 2011



O EVA® é calculado sobre a diferença entre a taxa de retorno sobre o capital investido e o custo médio ponderado de capital, multiplicando o capital investido que seria o ativo econômico. Na figura 4, apresentam-se os valores para o EVA.

Figura 4: Evolução do EVA no período de 2009 a 2011



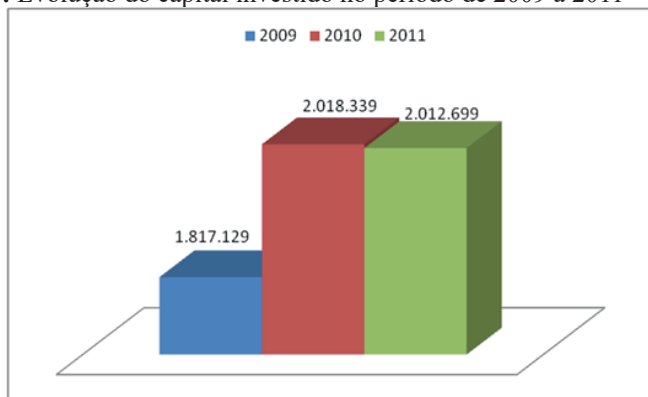
Verifica-se, em cada período analisado, que a Companhia de Bebidas

das Américas – Ambev está crescendo pois, o valor do EVA foi apresentando uma evolução diante do aumento do retorno sobre o capital, que era no primeiro ano de 75,61% e teve uma alta de 39,49% até o último ano analisado (105,47%) e, também, a queda de -36,10% do custo que, em 2009, representava 13,13% e, em 2011, chegou a 8,39%. Já as oscilações do capital investido não influenciaram muito no resultado final, pois do primeiro para o segundo ano houve uma alta pouco expressiva de 1,87% e, do segundo para o terceiro ano, uma queda de -10,22% sobre seu valor.

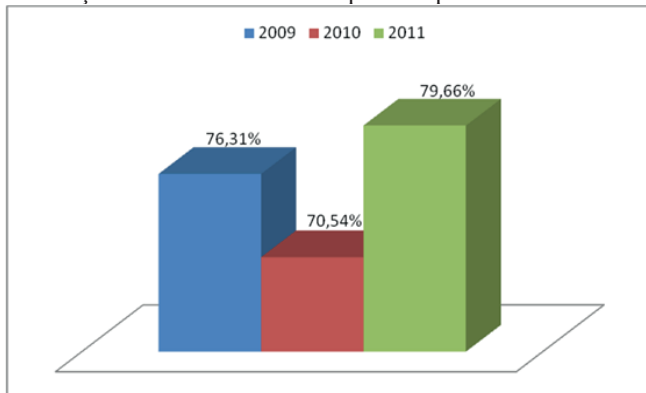
4.3 Análise da empresa Souza Cruz S. A.

Na Figura 5 pode-se observar que no ano 2010 houve uma evolução positiva do capital investido pela empresa Souza Cruz, em relação ao ano anterior. Com o aumento no ativo circulante operacional e a redução nas contas de longo prazo, ocorre a evolução de 2009 a 2010, de 11,07%. Em 2011, praticamente, se manteve o valor de 2010, pois houve apenas uma variação de -0,28%.

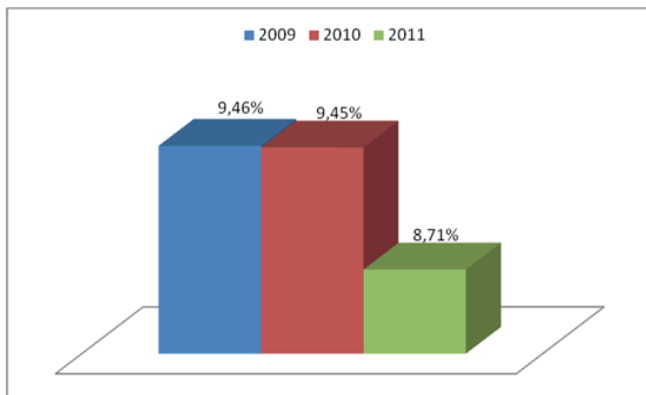
Figura 5: Evolução do capital investido no período de 2009 a 2011



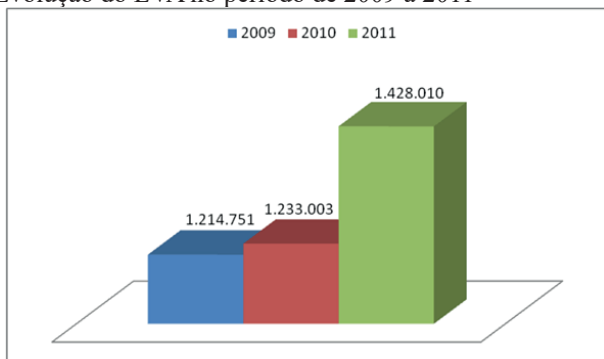
A Figura 6 demonstra que, em 2010, o retorno sobre capital decaiu -5,77% em relação a 2009. Porém, em 2011, ocorre um aumento de 9,12%, em relação a 2010. Consequentemente, a evolução negativa de 2010 foi pelo aumento no capital investido. Já em 2011, com o aumento do NOPAT, por meio da redução dos custos dos produtos vendidos, consegue-se aumentar o retorno sobre capital em relação aos dois anos anteriores (2009 e 2010).

Figura 6: Evolução do retorno sobre o capital no período de 2009 a 2011

Observa-se na Figura 7 que o custo médio ponderado de capital, praticamente, manteve-se igual em 2009 e 2010, variando somente -0,11%. Em 2011, ocorre uma queda de -7,83%, em relação a 2010. O declínio foi gerado tanto pelo valor de β , quanto pelo capital bruto, pois ambos registraram redução, em relação a 2010.

Figura 7: Evolução do custo médio ponderado de capital no período de 2009 a 2011

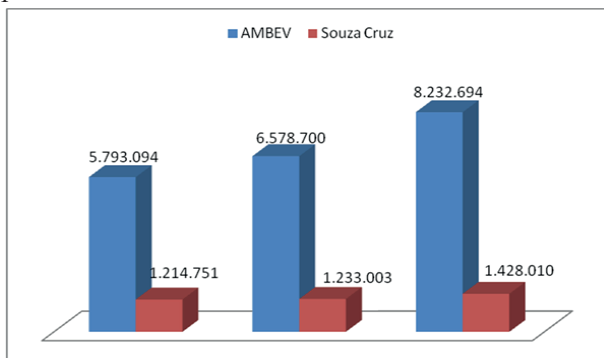
Conforme demonstra a Figura 8, o EVA registrou uma variação positiva de 17,56%, do ano de 2009 a 2011. De 2009 a 2010, houve uma variação de 1,50%, porém a elevação significativa ocorre de 2010 para 2011, em que se verificou uma variação de 15,82%.

Figura 8: Evolução do EVA no período de 2009 a 2011

De acordo com as figuras apresentadas, pode-se observar que a empresa Souza Cruz S.A. desenvolveu-se, pois verificou-se uma redução nos custos da produção acompanhada de uma expansão do capital investido, no período analisado. Portanto, a empresa obteve um aumento no valor econômico agregado de 2011, em relação aos anos anteriores.

4.3 COMPARAÇÃO DO EVA – AMBEV E SOUZA CRUZ

Na Ambev verificou-se que o valor do EVA evoluiu diante do aumento do retorno sobre o capital e, também, devido a queda no custo. Já as oscilações do capital investido não influenciaram muito no resultado final, pois do primeiro para o segundo ano houve uma pequena alta e, do segundo para o terceiro ano, uma queda sobre seu valor.

Figura 9: Comparação do EVA da empresa Ambev e Souza Cruz no período de 2009 a 2011

Por sua vez, na empresa Souza Cruz, verificou-se uma evolução no EVA, principalmente em 2011, pela redução dos custos de produção e pela expansão do capital investido, durante o período analisado.

5 CONCLUSÃO

Existem vários modelos de avaliação de empresa, que buscam a melhor maneira de apurar o valor real do negócio, cada modelo tem o seu objetivo. Neste estudo foi empregado o EVA, por ser um modelo de simplificada compreensão e que permite uma visão clara dos dados. Também, é considerado o mais completo e atual em avaliação de empresas.

Foram analisadas as informações das empresas Ambev e Souza Cruz, no período 2009- 2011, e apresentados os dados sobre o EVA, o capital investido, o retorno sobre o capital e o custo médio ponderado de capital dessas organizações.

O capital investido da Ambev teve um pequeno crescimento de 1,87%, do ano de 2010 em relação a 20^o, porém em 2011 verificou-se uma variação negativa de -10,22%, em relação a 2010. Na Souza Cruz, também houve uma expansão de 2010 em comparação a 2009, de 11,07%. Já em 2011, verificou-se uma variação negativa de -0,28%. Esses resultados mostram que as duas empresas investiram mais do primeiro para o segundo ano e, em contrapartida, do segundo para o terceiro ano, diminuíram o ritmo do investimento.

Quanto ao retorno sobre o capital da empresa, verificou-se na Ambev um crescimento, de 2010 em relação a 2009, de 5,44%. Quando compara-se 2011 com 2010 verifica-se uma expansão, do retorno sobre o capital da Ambev, de 24,42%. Por sua vez, na empresa Souza Cruz, em 2010, o retorno sobre capital registrou uma variação de - 5,77%, em relação a 2009. Porém, de 2010 para 2011, ocorre um aumento de 9,12% retorno sobre capital investido. Conclui-se que a empresa Ambev apresentou um crescimento superior, no retorno sobre o capital investido, quando comparada a empresa Souza Cruz, no período de tempo analisado.

O custo médio ponderado de capital, da empresa Ambev, registra uma queda de -4,74%, de 2009 para 2011. Nesse mesmo período, observa-se que na Souza Cruz também ocorre uma queda custo médio ponderado de capital, porém de apenas -0,75%. A redução de valor das duas empresas deve-se, tanto ao valor de β , quanto ao valor do capital bruto.

No período analisado, o desempenho das empresas, a partir do EVA, foi satisfatório, haja vista que os resultados de ambas foram positivos e crescentes. Então, houve agregação de valor econômico em todos os anos analisados, devido ao aumento do retorno sobre o capital e, também, pela queda no custo, já que na

empresa AMBEV houve um crescimento de 42,11% e, na empresa Souza Cruz, uma variação positiva de 17,56%.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, A. C. Metodologias de avaliação de empresas: teoria e prática. **Integração**, v. 15, n. 56, p. 7-12, 2009. Disponível em: <ftp://ftp.usjt.br/pub/revint/07_56.pdf>. Acesso em: 18 maio 2012.
- AMBEV - Companhia de Bebidas das Américas. 2012. Disponível em: <http://www.ambev.com.br/pt-br>. Acesso em: 21 maio 2012.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G.; ARAUJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, v. 32, n. 1, p. 72-83, 2008. Disponível em: <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/pdf/2234/223417484006.pdf>. Acesso em: 04 jun. 2012.
- BACKES, J. A. **Desenvolvimento de um modelo de avaliação de desempenho de unidades hoteleiras fundamentado em um indicador de valor econômico agregado**. 2003. 99 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.
- BACKES, J. A. EVA® - valor econômico agregado. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 2, n. 3, p. 1-14, 2002.
- BARBOSA FILHO, M. **Introdução a pesquisa: métodos, técnicas e instrumentos**. Rio de Janeiro: LTC, 1980.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE – CFC. **Normas brasileiras de contabilidade**: NBC TG - geral - normas completas, NBC TG – estrutura conceitual e NBC TG 01 a 40 (exceto 34 e 42)/. Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2011. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/uparq/NBC_TG_COMP_IND2.pdf>. Acesso em: 26 maio 2012.
- CUNHA, M. F. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa**

descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro. 2011. 170 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado - a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática.** São Paulo: Atlas, 1995.

FORSTER, G. Modelo de precificação de ativos – CAPM: um estudo sobre a apuração do custo de oportunidade do capital próprio. **Revista TECAP**, v. 3, n. 3, p. 72-78, 2009. Disponível em: <<http://revistas.utfpr.edu.br/pb/index.php/CAP/article/viewFile/932/543>>. Acesso em: 09 maio 2012.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. V. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.

HOOG, W. A. Z. **Novo código civil: livro II do direito de empresa.** Curitiba: Juruá, 2003.

KASSAI, J. R.; KASSAI, S. **Balanco perguntado: solução para as pequenas empresas.** São Paulo: FEA/USP, 2000. Disponível em: <http://www.humbertorosa.com.br/Banco_de_Artigos/Balanco%20Perguntado/Kassai_Balanco_Perguntado_Solucao_Para_As_Pequenas_Empresas.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2012.

MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil a econômica.** São Paulo: Atlas, 2001.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Rev. FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003.

NASCIMENTO, A. M. **Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade.** 1998. 97 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São

Paulo, São Paulo, 1998.

NERY JUNIOR, N.; NERY, R. M. A. **Código civil comentado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

OLIVEIRA, D. P. R. **Manual de avaliação de empresas e negócios**. São Paulo: Atlas, 2004.

PANCHER, M. S. **Utilização do EVA como ferramenta de gestão: um caso prático de implementação no setor de construção pesada**. 2002. 88 f. Monografia (Graduação em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP – SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

_____. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Administração em diálogo**, São Paulo, n. 6, n.1, p. 101-112, jan./abr. 2004.

RIGON, M. R. **EVA: valor econômico agregado**. 2012. Disponível em: <http://www.jurisway.org.br/v2/dhall.asp?id_dh=7510>. Acesso em: 13 maio 2012.

SANTOS, J. O. A contribuição do eva no processo de análise de crédito. **Revista Administração em Diálogo**, v. 3, n. 1, 2001. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rad/rt/printerFriendly/893/0>>. Acesso em: 19 jun. 2012.

SAUER, I. L.; VIEIRA, J. P. **COPEL – Companhia Paranaense de Energia: observações quanto a avaliação e preço mínimo – relatório de avaliação**. 2001. 29 p. Disponível em: <<http://www.iee.usp.br/biblioteca/producao/2001/Monografias/ILDO-Observa%E7%F5es%20%E0%20Avalia%E7%E3o%20da%20COPEL%2023-10-2001.PDF>>. Acesso em: 24 set. 2012.

SAURIN, V.; LOPES, A. L. M.; COSTA JUNIOR, N. C. A. Comparação dos modelos de avaliação de empresas com base no fluxo de caixa descontado e no lucro residual: estudo de caso de uma empresa de energia elétrica. **Rev. Adm. Mackenzie**, v. 10, n. 1, p. 89-113, 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1678-69712009000100005&script=sci_arttext>. Acesso em:

19 jun. 2012.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

SOUZA CRUZ. 2012. Disponível em: <<http://www.souzacruz.com.br/>>. Acesso em: 21 maio 2012.

ULIANA, C.; GIMENES, R. M. T. **Avaliando o desempenho econômico de cooperativas agropecuárias a partir do eva – economic value added: resultados de uma investigação empírica**. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado. **Anais...** Disponível em: <http://congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/162.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2012.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000.

WERNKE, R.; LEMBECK, M.; BORNIA, A. C. Valor econômico adicionado (EVA): uma ferramenta para mensuração da real lucratividade de uma operação ou empreendimento. **Revista de Ciências da Administração**, v. 2, n. 3, p. 50-56, 2000. Disponível em: <<http://www.periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/8036>>. Acesso em: 23 jun. 2012.