LIGA DE ENSINO DO RIO GRANDE DO NORTE
FACULDADE NATALENSE PARA O DESENVOLVIMENTO DO RIO GRANDE DO NORTE

Dulcilene Vieira Moreira

VALOR ECONÔMICO AGREGADO: Análise da Geração de Valor da Guararapes Confecções S.A no período de 2001 a 2007.

Natal/RN
2008

DULCILENE VIEIRA MOREIRA

FACEN
BIBLIOTECA

VALOR ECONÔMICO AGREGADO: Análise da Geração de Valor da Guararapes Confecções S.A no período de 2001 a 2007.

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte, como parte das exigências para obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Diogo Henrique Silva de Lima, M.Sc.

Natal
2008

RB: 31.850
FARN
BIBLIOTECA
Nº Reg. M0010588
10 / 02 / 09
M
657
M837v
2008
ex.01

Catalogação na Publicação – Biblioteca da FARN
Setor de Processos Técnicos

Moreira, Dulcilene Vieira.
Valor econômico agregado: análise da geração de valor da Guararapes Confecções S.A. no período de 2001 a 2007 / Dulcilene Vieira Moreira. – Natal: FARN, 2008.
60f.

Orientador: Diogo Henrique Silva de Lima (M.Sc.)
Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte.

1. Contabilidade – Monografia. 2. Valor Econômico – Monografia. 3. Análise de Dados – Monografia. I.Título.

RN/FARN/BC CDU 657

DULCILENE VIEIRA MOREIRA

VALOR ECONÔMICO AGREGADO: Análise da Geração de Valor da Guararapes Confecções S.A no período de 2001 a 2007.

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade Natalense para o Desenvolvimento do Rio Grande do Norte, aprovado em _____ de _____ de _____, pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

_____

Profº Diogo Henrique Silva de Lima, M.Sc.
Orientador

_____

Profª Marize Magaly Queiroz Rocha, Esp.
Examinadora

_____

Profª Joana D'arc de Medeiros Martins, M.Sc.
Examinadora

FARN

Aos meus pais dedico este trabalho, como resultado de meu esforço e também do apoio que deles recebi em todos os projetos de minha vida.
Ao meu esposo, Ladilson, pelo apoio constante e incondicional.
Á minha filha Laura, pela compreensão e carinho.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho foi construído com o apoio de várias pessoas, as quais exerceram um importante papel na minha vida pessoal, profissional e acadêmica. Por isso, venho agradecer a todos com as mais sinceras palavras, esperando ter atingido os fins pretendidos neste empenho conjunto e atendido as expectativas de todos que contribuíram para sua construção.

Assim, agradeço a todos os professores, pelos ensinamentos ministrados e experiências compartilhadas.

Agradeço a Deus que me fortaleceu nos momentos mais difíceis e assim me fez acreditar que a cada dia sua presença é indispensável a todos os seres humanos na busca pelo amor ao próximo e humildade em todas as ações.

Agradeço aos meus familiares, meus pais, meus irmãos e principalmente meu esposo Ladilson e minha filha Laura, que me apoiaram e compreenderam minha ausência, acreditando que juntos conseguiremos realizar os mais improváveis sonhos.

Agradeço também ao meu orientador o professor Diogo Henrique Silva de Lima, M.Sc., pela paciência e compreensão na partilha de conhecimentos e informações, os quais servirão de referência na minha vida profissional como Bacharel em Ciências Contábeis ou em qualquer outra profissão.

Agradeço também a pessoa do Sr Agnelo Cândido do Nascimento, que se tornou para mim um exemplo de sabedoria e inteligência e com isso a minha necessidade de aprendizado tornou-se uma motivação pela busca constante do conhecimento.

Agradeço a todos que direto ou indiretamente contribuíram para construção e finalização desse projeto.

Obrigada.

RESUMO

O fenômeno da globalização determinou o aumento da competitividade e dela a necessidade das empresas em atender eficientemente sua demanda interna que são os investidores e externa que são os consumidores de seus produtos e serviços. As empresas são compreendidas como tomadoras de decisões financeiras de investimento e financiamento, tendo como principal objetivo a maximização de riqueza dos proprietários. Assim, a contabilidade torna-se o maior sistema de informações disponível dentro das organizações e tais informações devem permitir avaliar a geração de valor das entidades, e dessa forma auxiliar os usuários no processo de tomada de decisão, fornecendo informações úteis, relevantes e em tempo hábil. Diante da concepção de maximização de riqueza, taxas de rentabilidade e custo de capital das empresas como forma de torná-las economicamente atraentes, em um mercado cada vez mais competitivo, esse estudo teve como principal objetivo analisar se o grupo Guararapes Confecções S/A gerou valor para seus investidores no período de 2001 a 2007. Para tanto, foi feito o cálculo do EBITDA do período analisado, o qual foi baseado na própria DRE do Grupo Guararapes Confecções S/A, e o mesmo evidenciou de forma positiva a capacidade operacional de geração de caixa futura da empresa. Quanto a estrutura de capital, o grupo manteve uma política de financiamento direcionada para maior utilização de capital próprio. O cálculo do custo médio ponderado de capital da empresa teve como base para o custo de capital próprio o resultado do ROE (retorno para os acionistas) e para o custo de capital de terceiros foi feito a média ponderada da TJLP de cada período em análise. Pode-se observar que o WACC variou entre 5,17% e 12,88%. Com relação ao EVA, destaca-se o ano de 2003 em que a empresa apresentou um relevante decréscimo de 7,1%, devido ao cenário desfavorável da conjuntura econômica do país. No entanto, em 2004, o grupo conseguiu retomar o crescimento em 2.320%. Já o MVA (GOODWILL) apresentou no ano de 2003 um decréscimo de 12,1% e em 2004 houve um aumento de valor de mercado de 1.090%. Enfim, a pesquisa evidenciou a necessidade de ferramentas de análise mais aprofundadas para que os gestores possam assegurar a atratividade e rentabilidade dos negócios de uma organização.

Palavras – chave: globalização. maximização de riqueza. custo de capital. contabilidade.

ABSTRACT

The phenomenon of the globalization determined the increase of the competitiveness and it the necessity of the companies in taking care of efficiently its external demand internal who are the investors and that is the consumers of its products and services. The companies are understood as borrowed of financial decisions of investment and financing, having had as main objective the maximização of wealth of the proprietors. Thus, the accounting inside becomes the biggest available system of information of the organizations and such information must allow to evaluate the generation of value of the entities, and this form auxiliary the users in the process of decision taking, supplying useful, excellent information and in skillful time. Ahead of the conception of maximização of wealth, taxes of yield and cost of capital of the companies as form to become them economically attractive, in a market each more competitive time, this study had as main objective to analyze if the Guararapes group Confections S/A generated value for its investors in the period of 2001 the 2007. For in such a way, the calculation of the EBITDA of the analyzed period was made, which was based on the proper DRE of Grupo Guararapes Confections S/A, and the same evidenced of positive form the operational capacity of generation of future box of the company. How much the capital structure, the group kept one politics of financing directed for bigger use of proper capital. The calculation of the weighed average cost of capital of the company had as base for the cost of proper capital the result of the ROE (return for the shareholders) and for the cost of capital of third the weighed mean of the TJLP of each period in analysis was made. It can be observed that the WACC varied between 5,17% and 12,88%. With regard to EVA, the year of 2003 is distinguished where the company presented an excellent decrease of 7,1%, had to the favorable scene of the economic conjuncture of the country. However, in 2004, the group obtained to retake the growth in 2.320%. Already MVA (GOODWILL) presented in the year of 2003 a 12,1% decrease and in 2004 it had an increase of value of market of 1.090%. At last, the research more evidenced the necessity of deepened tools of analysis so that the managers can assure the attractiveness and yield of the businesses of an organization.

Words - key: globalization. maximização of wealth. capital cost. accounting.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Demonstrativo de Resultados 35

Tabela 2 – % Estrutura de Capital.....37

Tabela 3 – Cálculo do WACC.....38

Tabela 4 – ROE (retorno para os acionistas).....39

Tabela 5 – ROE X SELIC.....39

Tabela 6 – TJLP (média ponderada).....40

Tabela 7 – EVA (VEA).....41

Tabela 8 – MVA 41

LISTA DE ABREVIATURAS

BP	Balanço Patrimonial
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CAPM	Modelo de Precificação de Ativos
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DLP	Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
DOAR	Demonstração das Origens e Aplicações
EVA	Valor Econômico Agregado
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation//Depletion and Amortization
IR	Imposto de Renda
MVA	Market Value Added
WACC	Custo Médio de Capital

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 10
1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMÁTICA 10
1.2 OBJETIVOS 12
1.2.1 Objetivo Geral 12
1.2.2 Objetivos Específicos 12
2 REFERENCIAL TEÓRICO 13
2.1 CONTABILIDADE COMO SISTEMA DE INFORMAÇÃO 13
2.2 EVIDENCIAÇÃO 14
2.2.1 Formas de Divulgação 15
2.2.2 Métodos de Divulgação 16
2.3 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS 19
2.4 ANÁLISE DO VALOR GERADO PELAS EMPRESAS 23
2.4.1 EBITDA 25
2.4.2 EVA (VEA) 26
2.4.3 MVA (Goodwill 28
2.5 CUSTO DE CAPITAL 29
2.6 DETERMINANDO O CUSTO DE CAPITAL 30
3 METODOLOGIA 33
3.1 TIPO DE PESQUISA 33
3.2 UNIVERSO E AMOSTRA 34
3.3 COLETA DE DADOS 35
3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS 36
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS 37
4.1 ANÁLISE E DESCRIÇÃO DOS DADOS 37
4.1.2 Aplicação do EBITDA 37
4.1.3 Estrutura de Capital 40
4.1.4 Custo Médio Ponderado de Capital 40
4.1.5 Aplicação do EVA 43
4.1.6 Aplicação do MVA (GOODWILL) 44
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 46
REFERÊNCIAS 48
ANEXOS 51

1 INTRODUÇÃO

1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMÁTICA

O fenômeno da globalização determinou o aumento da competitividade e dela a necessidade de eficiência das empresas, onde o avanço dos sistemas de informações e as diversas formas e facilidades das telecomunicações, proporcionam aos investidores acesso ao ambiente que lhes oferecer maiores níveis de rentabilidade.

Diante do grande desafio das empresas em atender eficientemente sua demanda interna que são os investidores e externa que são os consumidores de seus produtos e serviços, as empresas são compreendidas como tomadoras de decisões financeiras de investimento e financiamento. Essas decisões não podem ser tomadas de forma independente, pois para uma posição de equilíbrio financeiro, torna-se essencial uma adequação entre a maturidade dos passivos e a capacidade de geração de caixa dos ativos. Assim as decisões financeiras devem estabelecer a atratividade econômica da empresa promovendo sua continuidade e valorização (ASSAF NETO, 2007a).

Sendo as empresas compreendidas como unidades tomadoras de decisões econômicas voltadas para a realização do lucro por meio da venda de bens e serviços, seus objetivos podem ser estabelecidos como sendo o de maximizar a riqueza de seus proprietários, como também os objetivos econômicos e sociais, próprios e no contexto da administração financeira.

No âmbito econômico e social, toda empresa tem como meta final a produção de bens e serviços, os quais promovem naturalmente a satisfação das necessidades da sociedade em que está inserida.

Quanto aos objetivos próprios, são definidos como sendo: o crescimento, a maximização dos lucros, independência e o de maior competitividade e internacionalização, já no que diz respeito a administração financeira, envolve a busca da maximização de seu valor de mercado (ASSAF NETO, 2007a).

As empresas abrem seu capital como forma de captar recursos. Tais operações podem ser feitas através do Mercado de Capitais, o qual viabiliza o

processo de capitalização e tem como objetivo a canalização de recursos financeiros da sociedade para o setor produtivo.

Ao tomar a decisão de investir em uma organização, o investidor acredita que esse lhe proporcionará ganhos significativos. As decisões de investimento criam valor somente quando o retorno esperado da alternativa for maior que a taxa requerida de retorno determinada para a alocação de capital (ASSAF NETO, 2007b).

O retorno exigido pelos investidores sejam credores, sejam acionistas, quando aplicam seus recursos numa organização corresponde exatamente no custo de capital da empresa, isto é, ao ônus que ela terá de arcar por utilizar aquele capital nas suas atividades.

Aos administradores compete o entendimento de que a continuidade de um empreendimento é determinada pela criação de valor. As empresas só obterão êxito na sua meta de maximização de riqueza no momento que identificarem alternativas de investimentos com taxas de retorno superiores ao seu custo de capital, isto é, os custos de utilizar capital de terceiro e próprio. Este é um critério básico na análise de investimentos, que resulta no incremento do valor de mercado da empresa.

A contabilidade tem como objetivo fornecer informações úteis, relevantes e tempestivas aos seus diversos tipos de usuários, aos quais deve fazer de acordo às necessidades individuais, atendendo-os de forma justa e verdadeira e dessa forma auxiliá-los no processo de tomada de decisão. Trata-se do maior sistema de informações disponível dentro das organizações e que fornece informações que, permitam avaliar a geração de valor das entidades.

Diante da concepção de maximização de riqueza, taxas de rentabilidade e custo de capital das empresas como forma de torná-las economicamente atraentes, em um mercado cada vez mais competitivo, esse estudo propôs-se a responder o seguinte problema: **o grupo Guararapes Confecções S/A, gerou valor para seus investidores no período de 2001 a 2007?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

- Verificar se o Grupo Guararapes Confecções S/A gerou valor para seus investidores, no período de 2001 a 2007.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Determinar o genuíno resultado operacional da organização (EBITDA).
- Analisar a estrutura de capital da entidade.
- Calcular o custo médio ponderado de capital da organização.
- Determinar o valor econômico agregado e o valor de mercado agregado da empresa analisada (EVA e MVA).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CONTABILIDADE COMO SISTEMA DE INFORMAÇÃO

A Contabilidade surgiu da necessidade do homem em controlar e acompanhar a evolução de suas riquezas. É uma ciência tão antiga quanto a civilização e por ser uma ciência social, sofre influências do meio em que atua, devendo se adaptar às mudanças sociais, políticas e econômicas, sem prejudicar seu principal objetivo de fornecer informações úteis, relevantes e tempestivas aos vários usuários internos e externos das informações contábeis (FAVERO, 1997).

Segundo Franco (1992, p.22):

> Pode-se definir a contabilidade como a ciência que estuda e controla o patrimônio das entidades, mediante registro, demonstração expositiva, confirmação, análise e interpretação dos fatos nele ocorridos, com o fim de oferecer informações sobre a sua composição e suas variações, bem como sobre os resultados econômicos decorrentes da gestão da riqueza patrimonial.

São usuários da informação contábil os gestores, acionistas minoritários e majoritários, credores, financiadores, entidades governamentais, empregados e a sociedade como um todo. A contabilidade, como instrumento de controle patrimonial, exerce o papel de fornecer informações que possam contribuir com o desenvolvimento econômico de uma empresa, auxiliando esses usuários no processo de tomada de decisões financeiras de financiamento e de investimento.

De acordo com Iudicíbus (1997, p.19):

> O estabelecimento dos objetivos da Contabilidade pode ser feito na base de duas abordagens distintas: ou consideramos que o objetivo da Contabilidade é fornecer aos usuários, independentemente de sua natureza, um conjunto básico de informações que, presumivelmente, deveria atender igualmente bem a todos os tipos de usuários, ou a Contabilidade deveria ser capaz e responsável pela apresentação de cadastros de informações totalmente diferenciados, para cada tipo de usuário.

Iudicíbus (1997, p.19), diz também que a segunda alternativa tem sido citada pelos autores como a mais correta, porém devido à complexidade na identificação dos diversos tipos de usuários e seu modelo decisório raramente se tem visto relatórios financeiros elaborados conforme as necessidades dos usuários.

Principalmente aqui no Brasil, onde a contabilidade sofre forte influência da legislação tributária que leva alguns profissionais a priorizarem as necessidades do fisco, contrariando o conceito da essência sobre a forma.

De acordo com Hendriksen; Van Breda (1999, p.107.):

> O objetivo essencial da divulgação financeira é o fornecimento de informações para permitir que os investidores, particularmente aqueles desprovidos de autoridade para especificar a informação que desejam, sejam capazes de predizer os fluxos futuros de caixa da empresa. Para que esta informação seja útil, ela deve ser relevante (isto é, deve ser oportuna e ter valor preditivo e valor como feedback), e deve ser confiável (isto é, deve ter fidelidade de representação, ser verificável e neutra).

A divulgação das informações contábeis de uma entidade deve ser feita de forma simples, com clareza, para que se possa compreender de forma imediata o que se pretende comunicar, através de níveis, métodos e formas diferenciadas de acordo com a necessidade de cada usuário, facilitando assim o processo de comunicação entre os mesmos.

2.2 EVIDENCIAÇÃO

Evidenciação é tornar evidente, mostrar com clareza, é aquilo que não fornece dúvida. Em Contabilidade, o termo se refere ao conjunto de informações que devem ser divulgadas de forma a auxiliar no processo decisório. Diante da grande quantidade de usuários e, conseqüentemente de necessidades informacionais distintas se faz necessário responder a seguinte pergunta: para quem se deve evidenciar? (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999).

Em primeiro plano estão os investidores, credores e acionistas, pelo fato de serem os principais interessados na continuidade da empresa. Os investidores tomam decisões que vão desde a compra até a venda, os credores com relação à concessão de crédito e os acionistas com relação à contratações, remunerações, aprovações e mudanças na empresa. Em segundo plano têm-se os funcionários que estão interessados na distribuição de lucros, na estabilidade e condições de trabalho; os clientes que estão interessados na preservação do meio ambiente, na

credibilidade da empresa, no mercado e no investimento social; e o fisco que tem como foco a arrecadação de impostos (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999).

A quantidade de informação a ser divulgada vai depender do usuário e do padrão mais desejado. Três conceitos são propostos por Hendriksen; Van Breda (1999, p. 515): divulgação adequada, justa e completa. A divulgação adequada é apontada pelos autores como a mais utilizada, no entanto pressupõe um volume mínimo de divulgação. A divulgação justa subentende um objetivo ético. Já a divulgação completa pressupõe a apresentação de toda informação relevante.

A divulgação apropriada de informação útil e relevante aos diversos usuários das demonstrações contábeis deve ser, adequada, justa e completa no intuito de auxiliar na tomada de decisões, com a observância de que os benefícios devem superar os custos (IUDICÍBUS, 1997).

2.2.1 Formas de Divulgação

Evidenciar, para a Contabilidade, refere-se aos vários métodos de apresentar informações contábeis. Para Hendriksen; Van Breda (1999, p. 518), "a evidenciação fica mais clara através das divulgações de Previsões Financeiras, Políticas Contábeis, Mudanças Contábeis, Divulgação de Eventos Posteriores as Demonstrações e Divulgação a Respeito de Segmentos de uma Empresa".

As Previsões Financeiras são revisões de eventos passados, a fim de atingir perspectivas futuras da empresa, através de avaliações subjetivas além da análise de um grande número de variáveis e premissas, entretanto a imprecisão das projeções pode dar uma impressão indevida de exatidão.

As Políticas Contábeis são adotadas pelas empresas, com a finalidade de melhorar o gerenciamento das suas operações. O uso uniforme de procedimentos contábeis proporciona maior comparabilidade das informações e a divulgação dessas auxilia os diversos usuários na compreensão das Demonstrações Financeiras e assim influenciar nas decisões de investimentos.

Quanto a Mudanças Contábeis, deve ser devidamente divulgada nas Demonstrações Financeiras do exercício em que tiverem sido feitas e acompanhado por uma exposição de motivos que as justifiquem. Tais mudanças incluem

mudanças de princípios e procedimentos contábeis, alterações de estimativas contábeis e mudanças na entidade divulgadora.

A Divulgação de Eventos Posteriores às Demonstrações, é uma forma utilizada para alterar determinadas informações já evidenciadas nas Demonstrações Contábeis, que afetam a validade ou a interpretação das demonstrações e das decisões resultantes baseadas em informações nelas apresentadas. Existem dois tipos de eventos relevantes que podem ocorrer após a data das demonstrações e antes da data de conclusão dos relatórios que são: Eventos que afetam diretamente os valores divulgados nas Demonstrações Financeiras e Eventos que alteram significativamente a validade de avaliações no Balanço ou as relações entre titulares de direitos, ou afetam significativamente a utilidade das atividades do exercício para fins de predição do exercício corrente. (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999)

2.2.2 Métodos de Divulgação

Para Hendrisen; Van Breda (1999), a divulgação envolve toda contabilidade financeira, muito embora existam diversos métodos de divulgação. A escolha de um método irá depender da natureza da informação e de sua importância, entre os métodos de divulgação existentes, os mais usados são:

- Formato e Disposições Formais;
- Terminologia e Apresentações Detalhadas;
- Informações entre Parênteses;
- Notas Explicativas;
- Demonstrações e Quadros Complementares;
- Comentários no parecer de Auditoria;
- Carta do Presidente do Conselho de Administração.

As informações contidas no Formato e Disposição das Demonstrações Formais aparecem: o ativo; o passivo; o lucro líquido e o patrimônio líquido devendo constar após cada negociação de maneira confiável e precisa. São demonstrações contábeis o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, a

Demonstração do Fluxo de Caixa, a demonstração das mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração do Valor Adicionado, dentre outras.

O Balanço Patrimonial é considerado a mais importante demonstração contábil de "posição" das contas em determinado período, para torná-la de fácil interpretação, as contas são colocadas na ordem decrescente de liquidez para os ativos e na ordem decrescente de exigibilidades para os passivos (IUDÍCIBUS; MARION, 2000).

A Demonstração do Resultado fornece um resumo financeiro dos resultados operacionais auferidos pela empresa em determinado período (GITMAN, 2001). Iudicíbus (1997) ressalta que a realização de um esforço para classificar as despesas em fixas e variáveis é importante, pois permitem ao usuário prever de que forma mudarão as despesas se houver flutuação na demanda.

"A Demonstração do Fluxo de Caixa indica, no mínimo, as alterações ocorridas no exercício no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas em fluxos das operações, dos financiamentos e dos investimentos" (MARION, 2001, p.62).

Para Assaf Neto (2007a, p. 101), [...] "a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido abrange todas as contas do patrimônio líquido, identificando os fluxos ocorridos entre uma conta e outra e as variações (acréscimos e diminuições) verificados no exercício".

A Demonstração do Valor Adicionado evidencia a riqueza produzida por uma organização, ou seja, quanto ela adicionou de valor a seus fatores de produção e de que forma foi distribuída esta riqueza (entre empregados, governo, acionistas, financiadores de capital) e quanto ficou retido na empresa (MARION, 2001).

Terminologia e Apresentações Detalhadas são as descrições usadas numa demonstração e o grau de detalhamento empregado. Devido às limitações de atenção e da capacidade de compreensão (dos seres humanos), os dados contábeis precisam ser resumidos para terem significado e utilidade; os contadores devem aplicar termos descritivos, onde a divulgação apropriada de informação detalhada deve ser tratada como prioridade para tornar os relatórios valiosos para fins de tomada de decisão. (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999)

Hendriksen; Van Breda (1999, p.525), dizem que:

> Se não for possível fazer com que os títulos de itens componentes das demonstrações sejam inteiramente descritivos sem que sejam indevidamente longos, explicações adicionais podem ser apresentadas como notas entre parênteses após os títulos das demonstrações. Essas notas, porém, não devem ser longas ou acabarão reduzindo a importância dos dados principais sintetizados na demonstração.

A nota explicativa tem um papel importante no processo de informação, pelo fato de divulgar eventos e dados financeiros relevantes mais amplamente, no entanto há o risco de dar ênfase excessiva às notas explicativas como método de divulgação, ou ao seu uso como desculpa pelo fornecimento de demonstrações formais inadequadas. A nota explicativa tem como objetivo fornecer informações que não podem ser apresentadas de forma adequada em uma demonstração sem reduzir a clareza da mesma e tampouco contradizer ou repetir informações já existentes nas demonstrações (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Como o próprio nome já diz as Demonstrações e Quadros Complementares são utilizadas como forma de complementar os dados financeiros já evidenciados, geralmente eles são incluídos após as demonstrações financeiras e as notas explicativas.

Segundo Hendriksen; Van Breda (1999, p. 529) "O parecer dos auditores funciona como um método de divulgação dos seguintes tipos de informação:

- Um efeito significativo decorrente do uso de métodos contábeis distintos dos métodos geralmente aceitos.
- Um efeito significativo decorrente da substituição de um método contábil geralmente aceito por outro.
- Uma diferença de opinião entre os auditores e o cliente a respeito da aceitabilidade de um ou mais métodos contábeis utilizados nos relatórios".

> O parecer dos auditores representa o produto final do trabalho de auditoria, nele está refletida a fidedignidade das informações contidas nas demonstrações financeiras, ou seja, se elas foram elaboradas de acordo com os princípios contábeis em utilização e a uniformidade dos procedimentos contábeis ao longo do tempo. Os comentários do auditor atribuem maior confiabilidade às

informações contidas nas demonstrações contábeis, proporcionando maior segurança aos analistas de balanços e demais usuários.

Todos os dados financeiros relevantes e importantes devem aparecer no relatório financeiro do contador (demonstrações financeiras, notas explicativas, os quadros e demonstrações complementares e o parecer de auditoria). No entanto, a própria administração da empresa pode apresentar uma melhor visão dessas informações em forma de narrativa através da Carta do Presidente do Conselho de Administração (HENDIRKSEN; VAN BREDA, 1999).

2.3 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Entre tantas às necessidades de informações contábeis coerentes e adequadas aos diversos tipos de usuários, destaca-se a Análise das Demonstrações Contábeis como ferramenta de grande importância no tocante ao processo de tomada de decisão.

> As principais decisões de uma empresa são as de investimento e financiamento. Decisões de investimento tratam de questões como: Onde estão aplicados os recursos financeiros? Quanto em ativos circulantes? Quanto em ativos permanentes? Qual o risco do investimento? Qual o retorno do investimento? Decisões de financiamentos lidam com questões como: Qual a estrutura de capital? De onde vêm os recursos? Qual o perfil do endividamento? Qual o custo do capital? e outras questões como: Quais os resultados obtidos? Como mantê-los ou melhorá-los? Quais os custos e despesas que podem ser reduzidos? (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIN, 2005, p.18)

A Análise das Demonstrações Contábeis surgiu de forma sólida no século XIX, quando os banqueiros americanos passaram a solicitar às empresas que desejavam contrair empréstimos, a apresentação de Demonstrações Contábeis. Desenvolveu-se com o surgimento dos Bancos Governamentais e com a abertura do capital das empresas, onde pequenos e grandes investidores passaram a utilizar-se da Análise das Demonstrações como instrumento para a tomada de decisão (MARION, 2001).

Para Assaf Neto (2007a, p.55), "a análise de balanços visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras".

Segundo Marion (2001), o primeiro passo para a análise é averiguar a existência de posse de todas as Demonstrações Contábeis (inclusive as Notas Explicativas) e esses relatórios precisam ser de pelo menos três períodos. É importante também averiguar a credibilidade das Demonstrações Contábeis, onde o parecer da auditoria dá margem de confiabilidade ao analista que deve ser conservador se não estiver de posse desse documento. O analista deve ser cuidadoso, pois infelizmente nem sempre as Demonstrações Contábeis retratam a realidade das empresas.

Os recursos básicos do processo de análise das Demonstrações Contábeis são os relatórios contábeis elaborados pelas empresas e que se distinguem em obrigatórios e não obrigatórios. Os obrigatórios são os definidos pela legislação societária, a lei das Sociedades por Ações, reformulada pela lei 11.638/2007 determina que ao final de cada exercício social (12 meses) toda empresa deve apurar, com base nos fatos registrados pela contabilidade, as seguintes demonstrações contábeis: Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, a Demonstração do Fluxo de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado.

O balanço patrimonial tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinado período (ASSAF NETO, 2007a). De acordo com o art. 178 da Lei nº 6.404/76, "no balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia".

A Lei nº 6.404/76 define o conteúdo da Demonstração do Resultado do Exercício, que deve ser apresentada na forma dedutiva, com os detalhes necessários das receitas, despesas, ganhos e perdas e definindo claramente o lucro ou prejuízo líquido do exercício, e por ação, sem confundir-se com a conta de Lucros Acumulados, onde é feita a distribuição ou alocação do resultado.

> A demonstração do resultado do exercício (DRE), tem como finalidade exclusiva apurar o lucro ou prejuízo de exercício; depois esse resultado é transferido para lucros ou prejuízos acumulados. Engloba as receitas, as despesas, os ganhos e as perdas do exercício, apurados por Regime de Competência, independentemente, portanto, de seus pagamentos e recebimentos. (ASSAF NETO, 2007b, p.101)

A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL) evidencia a mutação do patrimônio líquido em termos globais (novas integralizações de capital, resultado do exercício, ajustes de exercícios anteriores, dividendos, reavaliações etc.) e em termos de mutações internas (incorporações de reservas ao capital, transferências de lucros acumulados para reservas e vice-versa etc.).

> Apenas uma parte do Lucro Líquido é distribuída para os proprietários da empresa em forma de Dividendos. A maior parcela, normalmente, é retida na empresa e reinvestida no negócio. A destinação do lucro líquido para os proprietários ou o reinvestimento na própria empresa será evidenciada na Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados antes de ser indicada no Balanço Patrimonial. (MARION, 2000, p. 61)

A Demonstração de Origens e Aplicações foi substituída pela Demonstração dos Fluxos de Caixa em alguns países e aqui no Brasil já é fato a partir da Lei 11.638/2007. A Demonstração de Fluxo de Caixa é de fácil entendimento por parte dos usuários e visa mostrar como ocorreram as movimentações de disponibilidade em um dado período de tempo.

De maneira geral a DVA é a demonstração do quanto a empresa agregou valor no período relacionado e informado. A DVA surgiu devido a lacuna deixada pelas demonstrações contábeis elaboradas (BL, DRE, DLPA, DMPL, DOAR, DFC e Notas Explicativas) que não contemplam informações sobre o valor agregado. Pela DVA é possível determinar quanto como o valor gerado por uma empresa é distribuído entre os responsáveis por sua geração, tais como funcionários, credores, governo e proprietários.

A análise das demonstrações financeiras torna-se um estudo de grande importância para a administração financeira, no momento que os administradores utilizam-na para analisar o desempenho atingido pelas decisões financeiras tomadas pela empresa. Além de ser um insight relevante para fornecedores, intermediários

financeiros, acionistas, concorrentes, o governo, dentre outros usuários externos que avaliam o comportamento da empresa e sua capacidade de honrar os compromissos assumidos.

Para Assaf Neto (2007b, p. 109-110),

> A análise das demonstrações financeiras visa fundamentalmente ao estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período passado, em conseqüência, sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras.

A técnica mais comum utilizada no estudo de Análise das Demonstrações Financeiras é o uso dos índices. Porém, o analista deve ser cauteloso e não tomar como base um índice isolado para uma conclusão satisfatória na análise de uma empresa, bem como deve efetuar uma comparação temporal, a qual envolve o conhecimento do conjunto de índices de um período de 03 a 05 anos e uma comparação setorial que é desenvolvida através da comparação da empresa estudada com seus concorrentes e com a média de mercado de seu setor de atividades (ASSAF NETO, 2007b).

Assaf Neto (2007a, p.62), também apresenta as principais técnicas de análise de balanço:

- **Análise Horizontal** – identifica a evolução dos diversos elementos patrimoniais e de resultados ao longo de determinado período de tempo.
- **Análise Vertical** – complementando as informações horizontal, o estudo vertical das demonstrações contábeis permite conhecer a estrutura financeira e econômica da empresa.
- **Indicadores Econômico-Financeiros –** procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis de forma a melhor extrair conclusões sobre a situação da empresa.
- **Diagrama de Índices –** constitui-se em importante instrumento de análise de balanços, sendo desenvolvido pela decomposição dos elementos que exercem influências nos índices.

Segundo Gitman, (2001, p.129),"Análise dos índices envolve métodos de calcular e interpretar índices financeiros para avaliar o desempenho da empresa".

Dentre os diversos índices úteis para o processo de análise das demonstrações contábeis, destacam-se os seguintes grupos: índices de liquidez,

FARN

índices de atividade, índices de endividamento e estrutura, índice de rentabilidade e índice de análise de ações e geração de valor.

Os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira da entidade, ou seja, se ela tem folga financeira e se dividem em:

Índices de liquidez corrente – mensura a capacidade da empresa de atender suas obrigações de curto prazo.

Índice de liquidez seca – é similar ao índice de liquidez corrente, exceto que ele exclui o estoque, que é geralmente o ativo circulante menos líquido.

Índice de liquidez imediata – mensura o quanto existe imediatamente disponível para honrar as obrigações de curto prazo.

Índices de liquidez geral: revela a liquidez tanto de curto quanto longo prazo.

Os indicadores de atividade mensuram a rapidez com que várias contas são convertidas em vendas ou caixa.

Os indicadores de endividamento e estrutura são utilizados para indicar a composição de capital da empresa (próprio ou de terceiros).

Os indicadores de rentabilidade visam o retorno da empresa com relação as suas vendas, ativos ou patrimônio líquido.

Os indicadores de análise de ações e geração de valor, tem por objetivo avaliar a capacidade da empresa em gerar lucro líquido e também valor econômico aos acionistas.

2.4 ANÁLISE DO VALOR GERADO PELAS EMPRESAS

Segundo Assaf Neto (2007b, p. 177), “uma empresa é considerada como criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas) uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos”. Dessa maneira, a empresa consegue remunerar seus proprietários de forma a compensar o custo de oportunidade do capital aplicado.

No mundo globalizado, onde a competitividade é altamente acirrada é exigida das organizações maior eficiência e elas devem buscar vantagens ou estratégias de qualidade para oferecer o produto que o consumidor deseja adquirir pelo preço que esteja disposto a pagar (ASSAF NETO, 2007b).

Muitas são as oportunidades oferecidas pelo mercado financeiro e os administradores já estão conscientes de que o que determina a continuidade de um empreendimento é a criação de valor. Dessa forma o objetivo de criar valor aos acionistas, demanda outras estratégias financeiras e novas medidas do sucesso empresarial, todas voltadas a agregar riqueza a seus proprietários (ASSAF NETO, 2007b)

> Uma empresa é capaz de demonstrar crescimento em seu valor de mercado (agregar valor) se for capaz de apurar um lucro superior ao retorno mínimo requerido por seus sócios. Em caso de o lucro ser inferior ao custo de oportunidade do capital próprio, o acionista será atraído por outra alternativa de investimento mais rentável, desvalorizando o empreendimento (ASSAF NETO, 2007a, p.266).

Ao fazer a opção de investir em determinada empresa, o investidor abre mão de aplicar seu dinheiro em outra oportunidade de investimento de igual ou menor risco e assume a possibilidade de perda e não somente de ganho. No entanto, se o faz de forma calculada, a probabilidade de auferir ganho torna-se superior a probabilidade de perda e por essa decisão ele deve exigir um retorno superior aos demais. Agregar valor à empresa corresponde à expectativa de ganho criada pelo investidor e essa medida de desempenho é considerada como a mais completa e está vinculada à continuidade e viabilidade do negócio, indicando o poder de ganho (ASSAF NETO, 2007b)

> A existência do lucro não garante a remuneração do capital aplicado e, conseqüentemente a atratividade econômica de um empreendimento. A sustentação de uma empresa no futuro somente se dará se ela for capaz de criar valor para seus proprietários através da concepção inteligente de um negócio (ASSAF NETO, 2007b, p. 180).

Uma empresa cria valor para os acionistas quando as receitas operacionais superam todos os custos e despesas incorridas, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio e dessa forma o resultado adicionado é uma agregação de riqueza pelo mercado conhecido como Valor de Mercado Adicionado (*Market Value Added* - MVA) ou goodwill (ASSAF NETO, 2007b).

Diante da moderna gestão das empresas, voltada para geração de valor, a Contabilidade como sistema de informação deve ampliar a sua atuação para atender os diversos agentes de mercado, principalmente pelo fato de ser criticada

por não fornecer informação sobre o custo do capital próprio, componente indispensável para mensuração do valor econômico agregado (ASSAF NETO, 2007b).

Os indicadores econômico-financeiros tradicionais não contemplam o custo de capital próprio, o que os torna irrelevantes quando da análise do valor gerado por uma organização. Surgem então como indicadores de avaliação de desempenho das empresas em contraste aos índices econômico-financeiros tradicionais o *Earning Before Taxes, Interest, Depreciation, Depletion and Amortization (EBITDA)*; *Economic Value Added (EVA)*; e o MVA.

2.4.1 EBITDA

A atual abertura de mercado fez com que as empresas percebessem que o aumento da competitividade tornou-se o principal desafio e que sua continuidade está vinculada a atender eficientemente os desejos dos consumidores. Na busca pela viabilização da competitividade surge à necessidade de medidas gerenciais que ressaltem melhor as estratégias financeiras e competitivas e este é o caso do (*Earning Before Interest (EBITDA), Taxes, Depreciation/Depletion and Amotization*) no Brasil lucro antes dos juros, impostos (sobre lucros), depreciações/exaustões e amortizações. (ASSAF NETO, 2007a).

Para Assaf Neto (2007a, p.226), o "lucro antes dos juros significa o resultado gerado pelo negócio, independentemente da forma como ele é financiado. O EBTIDA revela em sua essência, a genuína capacidade operacional de geração de caixa de uma empresa".

> O EBTIDA traz a proposta de se tornar uma medida financeira globalizada, pelo fato de que ao se confrontar o EBTIDA de empresas de diferentes economias, a comparabilidade dos resultados é prejudicada principalmente pelas variações da legislação tributária e políticas de depreciação adotadas. Ao se compararem os resultados operacionais de caixa líquidos dessas despesas, como propõe o índice, os valores passam a refletir o potencial de caixa das entidades sem a interferência de práticas e normas legais adotadas pelos diversos países (ASSAF NETO, 2007a, p.226)

O EBITDA é utilizado como indicador de capacidade de geração de caixa futura de uma empresa. Assim, quanto maior ele se apresentar maior será a eficiência operacional da entidade e, conseqüentemente, a capacidade de remunerar os proprietários de capital. Seu cálculo, baseado na própria DRE da empresa, e simples como pode ser visualizado no quadro 1.

RECEITA DE VENDAS	**$ 17.000**
Custo dos produtos vendidos	(9.000)
LUCRO BRUTO	**$ 8.000**
Despesas com vendas	(800)
Despesas gerais e administrativas	(1.200)
EBITDA	**$ 6.000**
Depreciação	(1.000)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DO IR	**$ 5.000**
Despesas financeiras	(900)
LUCRO ANTES DO IR	**$ 4.100**
Provisão para IR	(1.400)
LUCRO LÍQUIDO	**$ 2.700**

Quadro 1: Demonstrativo de Resultados
Fonte: Assaf Neto (2007, p.227)

2.4.2 EVA (VEA)

> O método EVA (Valor Econômico Agregado) e Market Value Added (MVA) foram criados por Joel Stern e G. Bennet Stewart III e patenteado por sua empresa, a Stern & Stwart Company, no início da década de 90 com a finalidade de avaliar se, a cada ano a empresa está ganhando dinheiro suficiente para pagar o custo do capital que administra (CREPALDI, 2006, p.274).

Segundo Assaf Neto (2007b, p.186), "O VEA (Valor Econômico Agregado), é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros".

Dessa forma, o VEA pode ser compreendido como os resultados que superam o custo do capital investido, sendo obtido a partir da seguinte maneira:

Lucro Operacional (líquido do IR)
(-) Custo total de capital (WACC x Investimento)
(=) Valor Econômico Agregado

Quadro 2: EVA (VEA)
Fonte: Assaf Neto (2007b, p.186)

onde:

WACC = custo médio ponderado de capital

Investimento = capital total aplicado na empresa (fixo e de giro)

Para Martin (2004, p. 96),

> Os proponentes do EVA fazem ajustes adicionais às demonstrações financeiras num esforço para melhor refletir o sentido econômico dos dados. Os princípios contábeis geralmente aceitos não têm importância para um proponente do EVA se não forem considerados importantes para os investidores nos mercados de capitais.

Nesse aspecto, a Contabilidade é criticada por não priorizar ainda o custo do capital aplicado, além de considerar, no resultado operacional, despesas financeiras provenientes das atividades de financiamento, distorcendo o seu verdadeiro valor.

Com base no desempenho operacional da empresa, o EVA indica se a empresa está criando ou destruindo valor, sendo ainda capaz de revelar inúmeras outras oportunidades de ganho econômico. Seu maior mérito é associar o custo de oportunidade do capital ao investimento realizado, levando em consideração a eficácia da administração (ASSAF NETO, 2007b).

É importante ressaltar que devido ao fenômeno da globalização, as empresas concorrem acirradamente entre si e dessa concorrência surgem às dificuldades de agregar valor através de lucros baseados em aumento de preços de venda e participação de mercado. Dessa maneira o que coloca uma empresa em vantagem competitiva são as estratégias financeiras e sua capacidade de desenvolver um diferencial em relação a seus concorrentes (ASSAF NETO, 2007b).

Em outras palavras, desenvolver produtos inovadores, de qualidade, além de buscar reduzir o custo de capital são metas a serem alcançadas por organizações que almejam sucesso no atual ambiente empresarial.

2.4.3 MVA (Goodwill)

O MVA (*Market Value Added*) é uma avaliação do futuro, calculado com base nas expectativas de mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor. O MVA pode ser apurado pela diferença entre o valor total de mercado da empresa e o montante de capital investido pelos acionistas e credores (ASSAF NETO, 2007a).

> O goodwill de uma empresa é determinado essencialmente pela qualidade de sua gestão, pela correta avaliação das estratégias financeiras implementadas. O desempenho do goodwill para o analista fornece indicações relevantes do sucesso do empreendimento, refletindo como a gestão da empresa irá contribuir para a formação da riqueza dos proprietários (ASSAF NETO, 2007, p. 275).

Semelhante a Assaf Neto, Crepaldi (2006, p. 278), considera que o MVA é uma medida de valor presente da empresa e permite apurar o valor que foi adicionado ou subtraído do investimento efetuado pelos acionistas e apresenta o cálculo :

$$MVA = \frac{EVA\ 1}{(1+WACC)^1} + \frac{EVA2}{(1+WACC)^2} + \ldots \frac{EVA\ n}{(1+WACC)^n}$$

Fonte: Crepaldi (2006, p. 278)

O modelo de avaliação proposto pela Stern/Stewart, segundo Assaf neto (2007, p. 274), considera que o MVA (*Goodwill*) reflete o preço que um investidor pagaria por uma empresa a mais do que ele gastaria na hipótese de construí-la na atual estrutura de investimento.

Para Martin (2004, p.107), o MVA é o prêmio que o mercado oferece a uma empresa sobre e acima do montante que os investidores investiram nela, com base nas expectativas do mercado quanto aos futuros EVAs e conclui que o MVA é igual ao valor presente de todos os EVAs futuros. Ou seja, é, o valor presente dos EVAS futuros que determinará o valor de mercado de uma empresa.

Trata-se do valor presente dos benefícios esperados que uma entidade produza no futuro. Como se pressupõe que uma empresa operará infinitamente (princípio da continuidade), o cálculo do MVA é uma perpetuidade, que considera os benefícios esperados, representado pelo EVA, e a taxa de desconto, que é o custo médio ponderado de capital da empresa. Dessa forma:

$$MVA = VEA / WACC$$

Fonte: Assaf Neto (2007, p.190)

2.5 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é uma variável imprescindível para mensuração e análise de geração de valor de uma organização. Sendo assim, o entendimento de custo de capital e seus conceitos é de fundamental relevância para o cálculo do EVA.

Uma organização toma decisões de investimentos e financiamentos. Em cada decisão será selecionado o custo de capital, seja próprio ou de terceiros, e a escolha deverá ser feita pela alternativa que apresente menor remuneração exigida por acionistas ou credores (menor custo).

Para Gitman (2001, p. 342), “custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa deve obter sobre seus projetos de investimentos para manter o valor de mercado de suas ações”.

O princípio fundamental de toda empresa é maximizar a riqueza de seus proprietários oferecendo um retorno de seus investimentos que cubra, pelo menos, a expectativa mínima de ganho dos mesmos, assim como a decisão de investimento que promove um retorno maior que o custo de capital cria valor aos seus proprietários (ASSAF NETO, 2007a).

FARN

Para Gitman (2001, p. 343), "as fontes a longo prazo de fundo disponíveis para uma empresa, suprem o financiamento permanente, ou seja, suporta os investimentos da empresa em ativos permanentes". Diante do empenho das empresas em criar valor para seus investidores, torna-se extremamente relevante conhecer o custo de capital próprio e de terceiros, isto é, as fontes de financiamento de longo prazo de uma entidade.

O custo de capital é definido como sendo a taxa mínima que os projetos de investimentos devem oferecer como retorno. Seu custo é considerado mais alto, pela combinação entre risco e retorno (SANVICENTE, 1997).

O capital de terceiros é concedido com uma remuneração preestabelecida, com garantia de recebimento preferencial ao pagamento de dividendos e a qualquer distribuição de lucros aos proprietários (SANVICENTE, 1997). Isto é, é revestido de menos incerteza e, conseqüentemente, menor risco para os emprestadores. "No caso das dívidas existe uma obrigação contratual previamente estabelecida de devolução do principal emprestado" (ASSAF NETO, 2007b, p. 410).

O capital próprio é considerado como sendo o capital de custo mais elevado para a empresa pelo fato de que o retorno do capital do proprietário está vinculado ao desempenho esperado da empresa (maior incerteza e, conseqüentemente, maior risco). Em outras palavras, para as entidades, do ponto de vista da rentabilidade, o uso de capital próprio é menos interessante, pois este é mais caro quando comparado ao capital de terceiro.

2.6 DETERMINANDO O CUSTO DE CAPITAL

O Capital de terceiros de uma empresa (empréstimos, debêntures e ações preferenciais), representa o conjunto de exigibilidades da mesma. A empresa recebe o montante em dinheiro e usa de acordo com a sua conveniência; em contrapartida faz a devolução do principal acrescido de juros e despesas. No caso das ações preferenciais, há o pagamento de dividendos (SANVICENTE, 1997).

Segundo Assaf Neto (2007b, p. 411) "O custo de capital de terceiros é representado por Ki, e, diante da dedutibilidade fiscal permitida aos encargos financeiros, pode também ser apurado após a respectiva provisão para IR".

Segundo Gitman (2001, p. 383), "As duas fontes básicas de capital próprio são (1) ações preferenciais e (2) ações ordinárias, que incluem novas emissões de ações ordinárias e lucros retidos".

O capital próprio consiste dos recursos à longo prazo fornecidos pelos acionistas que diferentemente de credores são os proprietários da empresa. Detentores de ações ordinárias têm direito de voto que os permite selecionar os conselheiros da empresa e votar questões especiais e os detentores de dívida e acionistas preferenciais podem receber o privilégio de votar somente quando a empresa violar suas obrigações contratuais estabelecidas com eles (GITMAN, 2001, p.86).

Gitman (2001, p. 348) diz que:

> O custo da ação preferencial, Kp, é o quociente do dividendo da ação preferencial em relação aos rendimentos líquidos da empresa da venda das ações preferenciais – isto é, a relação entre o "custo" da ação preferencial, na forma de seus dividendos anuais e o montante de recursos conseguido através da emissão da ação preferencial. Os rendimentos líquidos representam o montante de dinheiro a ser recebido, menos quaisquer custos de lançamento.

Ainda para Gitman (2001, p.348), "o custo da ação ordinária, Ks, é a taxa pela qual os investidores descontam os dividendos esperados da empresa para determinar o valor de suas ações", podendo ser determinado mediante o emprego de duas técnicas: o modelo de valorização de crescimento constante (modelo de Gordon) e o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM).

O modelo de Gordon tem como pressuposto que o valor de uma ação é igual ao valor presente do fluxo de todos os dividendos futuros por ela proporcionado ao longo de um período de tempo infinito. Já o CAPM descreve a relação entre o retorno exigido e os riscos não-diversificáveis da empresa, medidos pelo coeficiente beta (GITMAN, 2001).

Para o CAPM que é utilizado nas várias operações do mercado de capitais, participando do processo de avaliação de tomada de decisões em

condições de risco, um ativo deve promover uma promessa de retorno que compense o risco assumido. (ASSAF NETO, 2007b).

Caso a empresa necessite de financiamento por ações ordinárias ela pode aumentar o valor das ações retendo os lucros. O custo de lucros retidos, Kr, para a empresa é o mesmo que o equivalente a uma emissão nova totalmente subscrita. Para os acionistas a retenção é aceitável, já que eles esperam ganhar pelo menos o retorno exigido pelos fundos reinvestidos (GITMAN, 2001). Ao fazer a retenção de lucros, a empresa evita despesas que incorrem ao obter capital próprio com a emissão de novas ações. (SANVICENTE, 1997).

Considerando os custos de capital próprio e de terceiros, é importante determinar também o custo total de capital que representa a taxa de atratividade da empresa, ou seja, a remuneração mínima exigida na alocação de capital, de forma a maximizar seu valor de mercado (ASSAF NETO, 2007b).

O custo total do capital é calculado pelo critério da média ponderada, que de acordo com Gitman (2001, p. 352), reflete o custo futuro médio esperado de fundos à longo prazo e é encontrado pela ponderação do custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa. Como uma equação, pode ser especificado como segue:

$$Ka = (Wi \times Ki) + (Wp \times Kp) + (Ws \times Kr \text{ ou } n)$$

Onde:

Wi = proporção da dívida a longo prazo na estrutura de capital

Wp= proporção das ações preferenciais na estrutura de capital

Ws= proporção das ações ordinárias na estrutura de capital

Ws + Wp + Ws = 1,0

Fonte: Gitman (2001, p.352)

O passivo torna-se mais barato que o capital próprio, em razão do menor risco dos credores e pela economia do Imposto de Renda, no entanto, um alto nível de endividamento, causa elevação no risco financeiro da empresa e nos custos de oportunidade de seus proprietários. A harmonia entre as fontes de recursos é que determinará a melhor estrutura de capital, que deve ser a que produz o menor custo de capital (ASSAF NETO, 2007a)

3 METODOLOGIA

3.1 TIPO DE PESQUISA

De acordo com Vergara (2000, p.47-48), a pesquisa pode ser classificada quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, essa pesquisa assume caráter descritivo, pois expõe características de um determinado fenômeno, e prescritiva, haja vista indicar quais dados são importantes e como eles devem ser determinados para o atendimento de objetivos.

Nas palavras de Mendes (2004, p.23),

> Na ênfase da teoria como decreto, as teorias podem ser descritivas ou prescritivas. As teorias descritivas buscam definir necessidades de informação dos usuários, enquanto as teorias prescritivas recomendam que torne disponível uma base de dados ampla para que, a partir desta, cada usuário trate a informação de acordo com seu modelo decisório.

É explicativa, pois visa esclarecer quais fatores que contribuem de alguma forma para a geração de valor dentro das organizações; e aplicada, pois se propõe a resolver uma questão concreta.

Essa pesquisa também se caracteriza como exploratória. De acordo com Beuren et al. (2006, p.80) a pesquisa exploratória "normalmente ocorre quando há pouco conhecimento sobre a temática a ser abordada. Por meio do estudo exploratório, busca-se conhecer com maior profundidade o assunto". Estudos sobre metodologia e análise do valor econômico agregado pelas empresas, apesar da sua importância no atual ambiente empresarial, ainda são incipientes, principalmente no Rio Grande do Norte.

Quanto aos meios para sua execução podem-se destacar a pesquisa bibliográfica, ou seja, "desenvolvida com base em material já elaborado constituído principalmente de livros e artigos científicos" (GIL, 1996, p.44); e documental, pois foi realizada através de consulta às demonstrações contábeis da Guararapes Confecções S/A. Através dessas informações foi realizada uma análise para saber até que ponto a empresa gerou valor para seus proprietários. Bibliográfica, isto é,

através do material especializado encontrado em revistas, jornais e demais publicações, acessíveis ao público.

3.2 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo desse estudo são as sociedades anônimas norte-riograndenses de capital aberto, isto é que negociam suas ações em Bolsa de Valores do estado do Rio Grande do Norte. São empresas que são obrigadas a evidenciar um conjunto de informações necessárias para a tomada de decisão de investidores, credores, dentre outros interessados. Além disso, o valor econômico agregado, assim como o valor de mercado agregado pode ser mais bem visualizado nessas entidades, haja vista suas ações apresentarem cotações diárias.

Contudo diante da grande quantidade de informações necessárias para o cálculo e análise do valor econômico agregado, além das limitações temporais, não foi possível realizar o estudo com todas as S.A.s do estado do RN.

Assim, esse estudo se restringiu a verificação de geração de valor de uma organização. Trata-se de um estudo de caso por tratar-se de uma pesquisa de estudo e interpretação de dados reais de uma única empresa: a Guararapes Confecções S/A, no período de 2001 a 2007.

A Guararapes Confecções S/A foi a terceira colocada no Ranking GVA-50-2006, Fundação Getúlio Vargas, em ações que mais deram retorno ao investidor. O grupo que detém cinco fábricas no Estado do Rio Grande do Norte é responsável por doze mil e cem empregos, e do setor de Indústria Têxtil é a empresa que mais arrecada ICMS, o que torna o empreendimento um elemento de extrema relevância para a economia do estado (GUARARAPES e SET/RN).

O uso do método de estudo de caso para esta pesquisa tornou-se pertinente por tratar-se de uma investigação feita no contexto real da empresa Guararapes Confecções S/A. “Um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos” (YIN, 2005, p.32).

FARN

De acordo com pesquisa realizada por Keating (apud Santiago, 2007, p.52), "a utilização do método de estudo de caso permite avançar em conhecimentos teóricos, estabelecendo conclusões práticas a respeito da aplicação de teorias gerenciais".

Levando em consideração a importância do estudo de caso em permitir o avanço em conhecimentos teóricos e práticos dos elementos a serem pesquisados, Yin (2005, p. 20) ressalta que:

> O estudo de caso permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos acontecimentos da vida real – tais como ciclos de vida individuais, processos organizacionais e administrativos, mudanças ocorridas em regiões urbanas, relações internacionais e a maturação de alguns setores econômicos.

No entanto, o estudo de caso é visto com desprezo por muitos pesquisadores, que apontam como maior preocupação o fato do estudo de caso não ser rigoroso e com isso aceitar visões tendenciosas, influenciando o significado das constatações e conclusões. Porém, o problema citado é proveniente da negligência do pesquisador, que independentemente do tipo de pesquisa não deve se posicionar de forma a interferir nos resultados (YIN, 2005).

Uma segunda preocupação em relação aos estudos de caso é que eles não fornecem a possibilidade de generalização científica, pelo fato de contemplar apenas um único caso. No entanto, a proposta de um estudo de caso são as generalizações a proposições teóricas e não a populações ou universos (YIN, 2005).

3.3 COLETA DE DADOS

A coleta de dados utilizada foi a do tipo documental, feita através de publicações no site da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e da própria Guararapes Confecções S/A, de onde foram extraídos os relatórios contábeis (Balanço Patrimonial, DRE e DOAR), dentre outros, disponibilizados, objetivando a devida verificação por meio de estudos e aplicações de teorias, se a empresa gerou valor para seus investidores.

Gil (1996, p. 45), diz que:

A pesquisa documental assemelha-se muito à pesquisa bibliográfica. A diferença essencial está na natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições dos diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que não recebem ainda um tratamento analítico, ou que ainda pode ser elaborado de acordo com objetos da pesquisa.

3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Coletados as demonstrações e relatórios contábeis da Guararapes Confecções S.A, os dados foram extraídos e organizados de forma a determinar:

- O EBITDA da empresa no período de 2001 a 2007;
- A estrutura de capital da entidade em cada exercício;
- O custo médio ponderado de capital da empresa em cada ano;
- O EVA;
- O MVA.

Com esses dados foi possível responder se a empresa gerou (ou não) valor para seus proprietários no período de 2001 a 2007, explicitando através do EBITIDA e do Custo de Capital as causas para os resultados obtidos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE E DESCRIÇÃO DOS DADOS

4.1.2 Aplicação do EBITDA

A tabela 1 demonstra o cálculo do EBITDA do período analisado indicando a capacidade operacional de geração de caixa futura da empresa. O cálculo foi baseado na própria DRE do Grupo Guararapes Confecções S/A, evidenciando dessa forma o resultado gerado pelos negócios do grupo através de informações consolidadas.

Tabela 1: Demonstrativo de Resultados

(REAIS EM MIL)

EBITDA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
RECEITA BRUTA DE VENDAS	**1.074.580**	**1.208.223**	**1.309.941**	**1.628.368**	**2.155.715**	**2.334.295**	**2.461.833**
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	**801.457**	**900.870**	**969.992**	**1.153.518**	**1.514.659**	**1.669.421**	**1.770.589**
Custo dos produtos vendidos	(423.204)	(466.013)	(528.520)	(632.316)	(829.502)	(887.412)	(927.537)
LUCRO BRUTO	**378.253**	**434.857**	**441.472**	**521.202**	**685.157**	**782.009**	**843.052**
Despesas com vendas	(246.382)	(270.197)	(308.850)	(336.271)	(464.513)	(567.253)	(659.988)
Despesas gerais e administrativas	(80.376)	(81.134)	(89.978)	(79.381)	(174.826)	(103.363)	(122.382)
EBITDA	**51.495**	**83.526**	**42.644**	**105.550**	**45.818**	**111.393**	**60.682**
Depreciação	(32586)	(36652)	(43333)	(43128)	(47945)	(58325)	(70956)
Encargos financeiros Líquidos	55.068	62.584	57.250	107.311	156.601	241.121	280.432
Outras receitas (despesas) op. líquidas	(3.094)	(3.916)	(5.172)	(3.181)	2.013	4.578	1.747
Participações em empresas controladas	0	0	0	0	0	0	0
LUCRO OPERACIONAL	**70.883**	**105.542**	**51.389**	**166.552**	**156.487**	**298.767**	**271.905**
Resultado não operacional	(1.514)	(1.077)	11.969	1.067	7	667	1.156
Provisão para IR	(19.062)	(29.782)	(16.857)	(45.934)	(77.574)	(104.573)	(93.343)
Participação minoritária	(156)						
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	**50.151**	**74.683**	**46.501**	**121.685**	**78.920**	**194.861**	**179.718**

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2002, o grupo Guararapes Confecções S.A aumentou seu resultado em R$32,03 milhões, ou seja, 62,2% em relação ao ano de 2001. O desempenho apresentado através do indicador EBITDA, foi atribuído pela administração do grupo a contínua melhoria do processo produtivo e das margens

de lucro nas vendas de itens de vestuário, ou seja, o lucro apresentado foi superior ao total de aumento das despesas do período analisado.

Além das ações internas do grupo, pode-se ainda identificar outro fato ocorrido na economia brasileira que contribuiu para que este resultado tenha sido alcançado, como a melhora da avaliação do risco Brasil, que após o final do racionamento de energia em 2001, causou uma recuperação da atividade econômica.

No ano de 2003, houve um decréscimo de resultado na cifra de R$ 40,88 milhões ou 48,94% em relação ao ano de 2002. Nesse período o relatório da administração da empresa apresenta um ponto de Distribuição em Guarulhos, o que possibilita a rápida reposição de mercadorias, porém apesar dos esforços sistemáticos de melhoria operacional, os fatores conjunturais trouxeram impactos negativos ao resultado da Companhia. O país vivia a expectativa em relação às ações do novo governo que se instalava; como também os conflitos mundiais previstos; na época a guerra do Iraque.

No ano de 2004, a Companhia retomou seu crescimento, apresentando um aumento no resultado no valor de R$62,90 milhões (ou 147,51%) em relação ao ano de 2003. O ano foi bastante positivo no âmbito econômico, revertendo o cenário anterior.

A política econômica adotada pelo novo governo foi essencial para que o país recuperasse o caminho do crescimento. As pressões nos preços causadas pela desvalorização cambial foram controladas e no início do ano houve uma redução na taxa de juros e como conseqüência o aumento do poder de consumo da população.

Já em 2005 novamente a Companhia apresentou um decréscimo no valor de R$59,73 milhões em relação ao ano de 2004. Nesse período dois eventos no cenário externo à organização são considerados como possíveis influências no resultado apresentado, como o aumento das importações têxteis vindas da China e a queda de valor na taxa de câmbio.

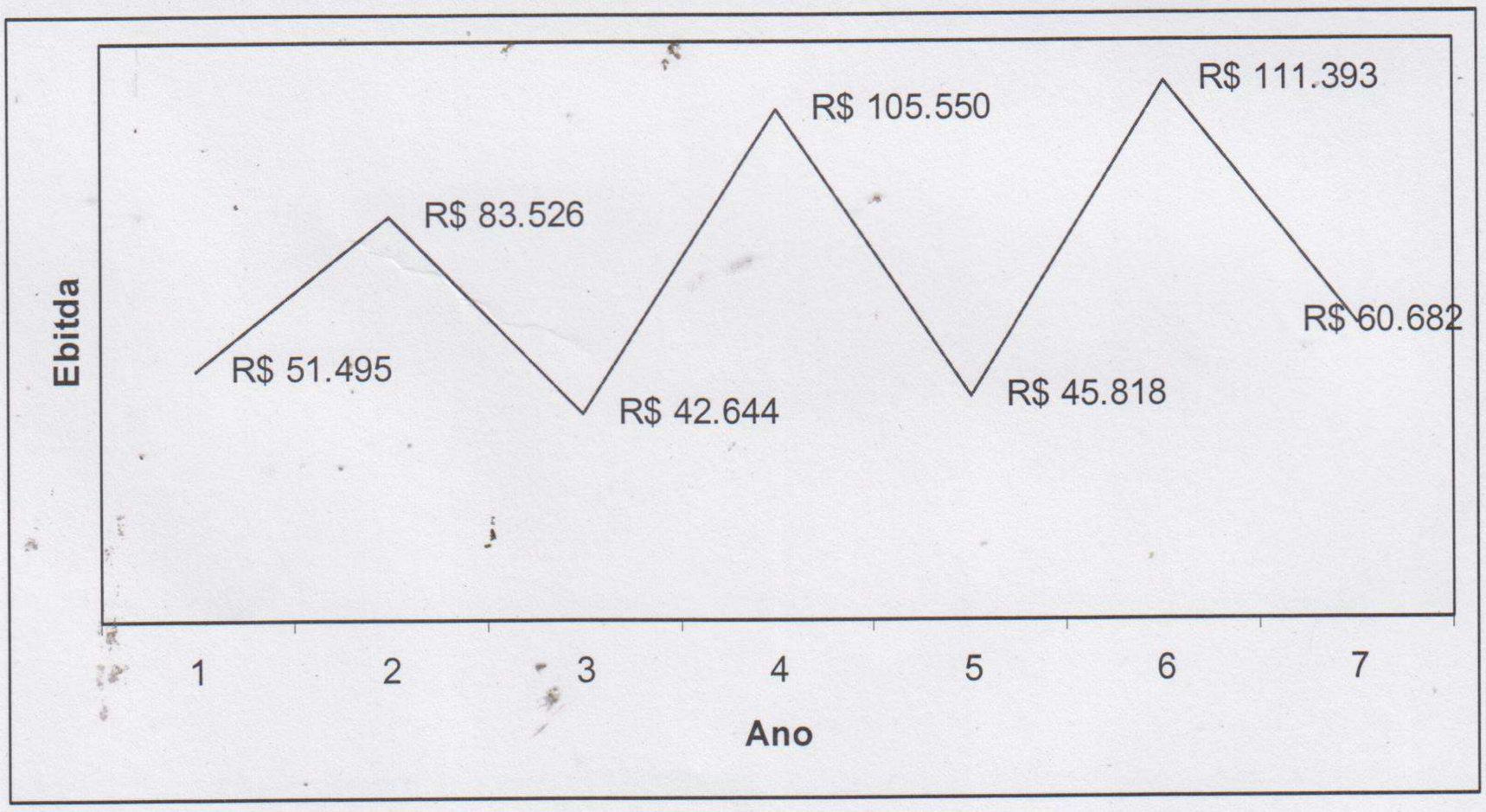
Em 2006, o Ebitda da empresa apresentou um aumento significativo de 143,12% (R$65,57 milhões a mais) em relação ao ano de 2005. O relatório da administração atribuiu o elevado crescimento da capacidade de geração de caixa da Companhia a adoção de estratégias de mercado, de política de vendas inovadoras e do efeito da redução dos juros decorrentes do parcelamento da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido pela Controladora, integralmente contabilizado em 2005.

Em 2007, a Companhia apresentou um decréscimo em seu resultado de R$50,71 milhões ou 45,52% em relação ao ano de 2006. O ano de 2007 foi bastante instável no âmbito econômico, neste período o mercado externo esteve bastante volátil devido a crise iniciada com o problema de crédito imobiliário americano e dos diversos conflitos mundiais. A política de crédito adotada pelo governo manteve elevadas taxas de juros e com isso a queda do poder de consumo da população, bem como do crescimento econômico do país.

Considere-se também a observação de que sendo o EBITDA o lucro antes dos juros, impostos (sobre lucros), depreciações/exaustões e amortizações, se comparado o resultado constante na tabela 1 com os resultados divulgados pela Companhia, encontra-se diferenças bastante relevantes já que a política de vendas do grupo tem como foco as vendas à prazo e o EBITDA é ajustado para considerar os encargos financeiros líquidos como resultados operacionais.

Uma análise da variação do Ebitda da entidade pode ser mais bem visualizada no gráfico 1. A média do Ebitda gerado no período foi de R$ 71.587 e o desvio-padrão de aproximadamente R$ 28.592. Apesar de alta dispersão dos resultados, percebe-se que em todos os períodos analisados a empresa apresentou resultados positivos.

Gráfico 1: Evolução do EBITDA



Fonte: Elaboração própria

FARN

4.1.3 Estrutura de Capital

Observa-se na tabela 2, que o Grupo Guararapes Confecções S/A manteve uma política de financiamento direcionada para maior utilização de capital próprio que variou no período analisado entre 59,6% e 71,3%. A participação de capital de terceiros variou entre 28,6% e 40,4%.

Tabela 2: % Estrutura de Capital

(REAIS EM MIL)

ESTRUTURA DE CAPITAL	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capital Próprio	71,33269%	69,13483%	69,91413%	66,06149%	59,5945%	63,76775%	67,19242%
Capital de Terceiros	28,66731%	30,86517%	30,08587%	33,93851%	40,4055%	36,23225%	32,80758%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaboração própria

O uso de capital próprio é considerado uma opção de financiamento de custo mais elevado em relação ao uso de capital de terceiros que é concedido com uma remuneração preestabelecida e com garantia de recebimento preferencial ao pagamento de dividendos ou distribuição de lucros, no entanto, no momento em que uma organização apresenta um alto índice de participação de capital de terceiros, eleva seu nível de endividamento e conseqüentemente o risco de suas operações.

Portanto, a administração deve buscar a harmonia entre as fontes de recursos para que seja determinada a melhor estrutura de capital, que deve ser a que produz o menor custo de capital.

No caso da Guararapes Confecções S/A, pode-se confirmar esta base teórica de (SANVICENTE, 1997) e (ASSAF NETO, 2007a) através do cálculo do WACC.

4.1.4 Custo Médio Ponderado de Capital

Conforme demonstrado na tabela 3, o cálculo do custo médio ponderado de capital da Guararapes Confecções S/A teve como base para o custo de capital próprio o resultado do ROE (retorno para os acionistas - ver tabela 4) e para o custo

de capital de terceiros foi feito a média ponderada da TJLP de cada período em análise (tabela 5).

Tabela 3: Cálculo do WACC

(REAIS EM MIL)

WACC (Custo médio de capital)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
% estrutura de capital próprio	0,713327	0,691348	0,699141	0,660615	0,595945	0,637678	0,671924
(x) ROE	0,092639	0,123564	0,069759	0,162614	0,093243	0,198247	0,154191
(+) % estrutura de capital de terceiros	0,286673	0,308652	0,308652	0,339385	0,404055	0,362323	0,328076
(x) taxa de capital de terceiros	0,007917	0,008229	0,009584	0,008177	0,008125	0,006563	0,005313
(=) WACC	6,84%	8,80%	5,17%	11,02%	5,89%	12,88%	10,53%

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2002, o WACC aumentou 2% em relação ao ano de 2001, nesse período pode-se observar que o ROE foi 9,26%, enquanto a TJLP foi 0,79% . Já no ano de 2003, o WACC diminuiu 3,63% em relação ao ano de 2002; o ROE foi 6,97% e a TJLP 0,95%. No ano de 2004 houve um aumento de 5,85% em relação ao ano de 2003, o ROE do período foi 16,26% e a TJLP 0,81%.

No ano de 2005, o WACC diminuiu 5,13% em relação ao ano de 2004, para este período o ROE foi 9,32%, ou seja, 6,94% menor que em 2004, e a TJLP 0,81%. Em 2006 o WACC aumentou 6,99% em relação ao ano de 2005, no entanto o ROE foi 19,82% ou 10,5% maior que em 2005 e a TJLP 0,66%. No ano de 2007 o custo médio de capital diminui 2,35% em relação ao ano de 2006 e ROE do período foi 15,41%, enquanto a TJLP foi de 0,53%. A evolução do ROE pode ser visualizada na tabela 4 e a média encontrada da TJLP na tabela 5.

Tabela 4: ROE (retorno para os acionistas)

(REAIS EM MIL)

ROE	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lucro Líquido	50.151	74.683	46.501	121.685	78.920	194.861	179.718
(/) PL Médio	541.360	604.409	666.600	748.360	846.388	982.920	1.165.555
(x) 100	100	100	100	100	100	100	100
(=) ROE	9,26%	12,36%	6,98%	16,26%	9,32%	19,82%	15,42%

Fonte: Elaboração Própria

O ROE é um indicador de rentabilidade, sua função é mensurar o retorno para os acionistas. Através da tabela 4, pode-se identificar que a Guararapes Confecções S/A proporcionou retorno aos seus acionistas na faixa de 6,96% a 19,82%, sendo o menor resultado no ano de 2003, no qual sofreu impactos negativos devido aos fatores conjunturais.

No entanto, ao comparar os resultados do ROE com a taxa Selic pode-se identificar que com exceção dos anos de 2006 e 2007 o retorno aos acionistas proporcionado pela Companhia foi inferior a Selic, como mostra os percentuais evidenciados na tabela 5.

Tabela 5 – ROE X SELIC

ANOS	SELIC % a.a	ROE % a.a	DIFERENÇA
2001	19,05	9,26	(9,79)
2002	21,90	12,36	(9,54)
2003	17,31	6,96	(10,35)
2004	17,23	16,26	(0,97)
2005	18,52	9,32	(9,2)
2006	13,18	19,82	6,64
2007	11,18	15,42	4,24

Fonte: Elaboração Própria

Dessa forma, embora o ROE tendo apresentado resultados positivos em todos os anos, não correspondeu as expectativas do custo de capital que é definido como sendo a taxa mínima que os projetos de investimentos devem oferecer como retorno que é a taxa Selic, utilizada pelos investidores como parâmetro.

Conforme dados constantes na tabela 6, o resultado da média ponderada da TJLP que é uma taxa de juros aplicada preferencialmente em operações de longo prazo, foi utilizado como base para o custo atribuído ao capital de terceiros no cálculo do Custo Médio Ponderado do Grupo Guararapes Confecções S/A.

Tabela 6: TJLP (média ponderada).

TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo							
Mês/Ano	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**
Janeiro	0,7708	0,8333	0,9167	0,8333	0,8125	0,75	0,5417
Fevereiro	0,7708	0,8333	0,9167	0,8333	0,8125	0,75	0,5417
Março	0,7708	0,8333	0,9167	0,8333	0,8125	0,75	0,5417
Abril	0,7708	0,7917	1,0000	0,8125	0,8125	0,6792	0,5417
Maio	0,7708	0,7917	1,0000	0,8125	0,8125	0,6792	0,5417
Junho	0,7708	0,7917	1,0000	0,8125	0,8125	0,6792	0,5417
Julho	0,7917	0,8333	1,0000	0,8125	0,8125	0,625	0,5208
Agosto	0,7917	0,8333	1,0000	0,8125	0,8125	0,625	0,5208
Setembro	0,7917	0,8333	1,0000	0,8125	0,8125	0,625	0,5208
Outubro	0,8333	0,8333	0,9167	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208
Novembro	0,8333	0,8333	0,9167	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208
Dezembro	0,8333	0,8333	0,9167	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208
Acumulado	9,4998	9,8748	11,5002	9,8124	9,75	7,875	6,375
Média	0,79165	0,8229	0,95835	0,8177	0,8125	0,65625	0,53125

Fonte: Elaboração Própria

Diante do empenho das empresas em criar valor para seus investidores, torna-se extremamente relevante conhecer o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros de uma organização, que são as fontes de financiamento de longo prazo de uma entidade e partindo desse contexto foi feita a escolha pela utilização da TJLP para mensurar a taxa de capital de terceiros do grupo estudado.

4.1.5 Aplicação do EVA

Através dos resultados apresentados na tabela 7, obtidos através da fórmula do EVA(VEA), ou seja, resultados que superaram ou não o custo do capital investido pelos acionistas, pode-se observar que a Guararapes Confecções S.A obteve resultados positivos em quase todo o período analisado, com exceção do ano de 2003, confirmando o desempenho apresentado pelo indicador EBITDA.

Tabela 7: EVA (VEA)

(REAIS EM MIL)

EVA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lucro Operacional (líquido do IR)	51821	75760	34532	120618	78913	194194	178562
(-)Custo total de capital	38729,5837	56567,5492	35900,9675	88848,1909	52182,5602	139016,732	131894,985
(=) Valor Econômico Agregado	13091,4163	19192,4508	-1368,96752	31769,8091	26730,4398	55177,2683	46667,0155

Fonte: Elaboração Própria

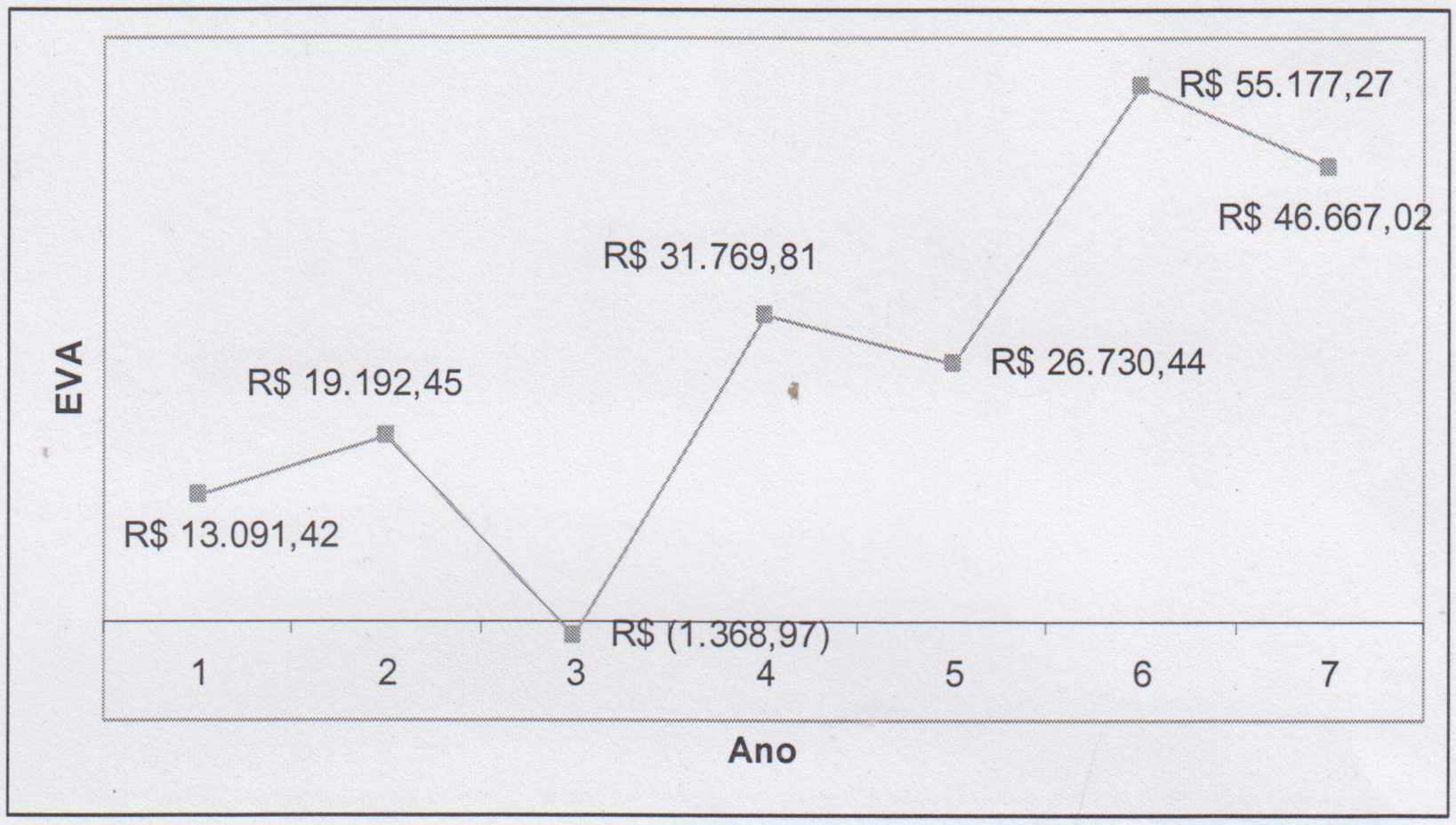
No ano de 2002, a Companhia aumentou seu valor agregado em 46,6% em relação ao ano de 2001. No ano de 2003, houve destruição de valor de 7,1% em relação ao ano de 2002. Em 2004, a Companhia retoma o crescimento, apresentando um aumento de valor de 2.320%, revertendo o cenário negativo em relação ao ano de 2003.

Já no ano de 2005, a Companhia gerou valor, porém seu desempenho teve um decréscimo de 15,8% em relação ao ano de 2004. No ano de 2006, mais uma vez a Companhia obtêm aumento de valor econômico agregado, apresentando um desempenho de 106,4% em comparação ao no de 2005. No ano de 2007, a Companhia obteve resultado positivo no que se refere ao valor agregado, porém seu desempenho em relação ao ano de 2006, diminuiu em 15,4%.

O gráfico 2 evidencia o comportamento do EVA da organização no período analisado. A média do Valor Econômico Agregado foi de aproximadamente

R$ 27.323, com oscilações de R$ 19.417 para mais ou para menos. Os resultados mostram alta dispersão nos valores apresentados.

Gráfico 2: Evolução do EVA



Fonte: Elaboração própria

4.1.6 Aplicação do MVA (GOODWILL)

O cálculo do MVA (GOODWILL) é uma perpetuidade, que considera os benefícios esperados por uma organização, representado conforme a tabela 8, pelo EVA, e uma taxa de desconto, no caso, o WACC (custo médio ponderado de capital).

Tabela 8: MVA

(REAIS EM MIL)

MVA (GOODWILL	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EVA	13091,4163	19192,4508	-1368,9675	31769,8091	26730,4398	55177,2683	46667,0155
(/) WACC	0,06835135	0,08796566	0,05172901	0,1102004	0,05885083	0,1287954	0,1053476
(=) MVA	191531,203	218181,172	-26464,2122	288291,232	454206,675	428410,241	442981,288

Fonte: Elaboração própria

No ano de 2002, o MVA da Companhia aumentou 13,9% em relação ao ano de 2001. No ano de 2003, o cenário econômico foi bastante desfavorável para a Companhia que apresentou um resultado negativo de 12,1% em relação ao ano de 2002.

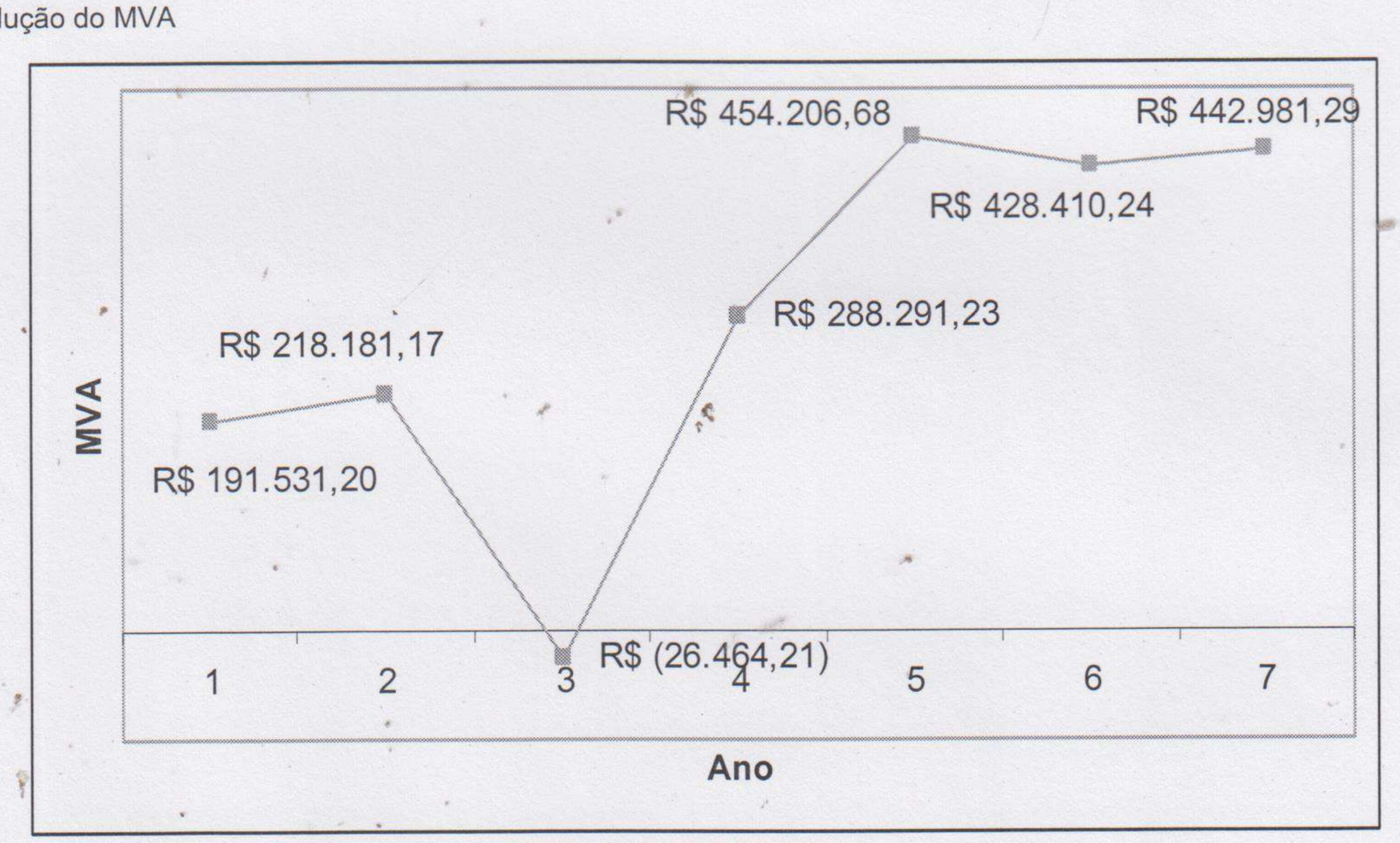
No ano de 2004, a Companhia conseguiu elevar seu Goodwill em 1.090% em relação ao ano de 2003, mostrando que sua gestão tomou decisões estratégicas e eficientes na busca pela maximização da riqueza dos investidores.

Em 2005, pode-se observar o crescimento e conseqüentemente o sucesso das estratégias da administração do grupo, já que o MVA aumentou em 57,40% em relação ao ano de 2004.

No ano de 2006, pode-se observar que a Companhia manteve instável o crescimento em seu valor de mercado, tendo apenas um decréscimo de 5,7% em relação ao ano de 2005. No ano de 2007, o nível de crescimento da Companhia recuperou a perda de 2006 de 5,7% e ainda obteve resultado positivo de 3,4%.

A evolução do valor de mercado agregado à empresa pode ser visualizada no gráfico 3. Em média, o grupo Guararapes agregou R$ 285.305 de valor de mercado. Contudo apresenta alto desvio-padrão (R$ 175.298), caracterizando alta variabilidade nos seus resultados.

Gráfico 3: Evolução do MVA



Fonte: Elaboração própria

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a geração de valor do Grupo Guararapes Confecções S/A para seus investidores no período de 2001 a 2007. Para tanto os dados foram organizados de forma a determinar o EBITDA no período de 2001 a 2007; a estrutura de capital da entidade em cada exercício; o custo médio ponderado de capital da empresa em cada ano; o EVA e o MVA. O EBITDA assim como o EVA e o MVA são ferramentas que medem o desempenho de uma empresa, ressaltando as estratégias financeiras e competitivas utilizadas pela administração na busca pela criação de valor e capacidade de remunerar os proprietários de capital.

A pesquisa considerou para o cálculo do EBITDA os dados constantes na DRE da própria empresa e observou-se que conforme os dados da tabela 1, o grupo Guararapes Confecções S/A, apresentou resultados positivos quanto a sua capacidade de geração de caixa futura.

No tocante a análise da estrutura de capital, foi identificado que a empresa utiliza em sua composição mais capital próprio do que capital de terceiros. O custo do capital próprio é considerado mais elevado em relação ao capital de terceiros e no caso da Guararapes essa teoria se comprova através do cálculo do WACC que considerou o ROE para o custo de capital próprio e a média ponderada da TJLP para o custo de capital de terceiros.

Quanto a aplicação do EVA e do MVA, foi detectado que com exceção do ano de 2003 em que o grupo sofreu grandes impactos negativos, devido ao cenário desfavorável de conjunturas econômicas do país, a empresa agregou valor econômico e aumentou seu valor de mercado nos demais períodos.

A pesquisa permitiu, portanto, observar que a criação de valor para os investidores e o GOODWILL - prêmio que o mercado oferece a uma empresa sobre e acima do montante que os investidores investiram nela - é o que garante a atratividade e a continuidade de um negócio. Assim no mundo globalizado, onde a competitividade é altamente acirrada e muitas são as oportunidades oferecidas pelo mercado financeiro, cabe aos administradores a busca por estratégias financeiras e novas medidas do sucesso empresarial voltadas para maximização de riqueza.

FARN

Também foi possível constatar que o Grupo Guararapes Confecções S/A disponibiliza aos seus investidores uma gama de informações bastante rica, principalmente se comparada a outras empresas, porém quanto a capacidade de geração de valor (EVA e MVA) que comprovadamente é de extrema importância no processo de decisão de investimento não foram encontradas informações.

Para estudos futuros poderia estender-se a pesquisa a empresas do mesmo ramo de atividade, bem como a outras empresas de porte semelhante, ampliando o leque de oportunidades para profissionais de contabilidade no que diz respeito à assessoria contábil.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007a.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007b.

BACEN. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 23 set. de 2008.

BEUREN, Ilse Maria (org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BOVESPA. Disponível em: <http://wwwbovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em 28 jul. de 2008.

BRASIL. Receita Federal. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br>. Acesso em: 21 ago. 2008

CREPALDI, Silvio Aparecido. **Contabilidade gerencial**: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br. Acesso em 27 jul. de 2008.

FAVERO, M.L. et al. **Contabilidade**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 1997.

FRANCO, Hilário. **A contabilidade na era da globalização**. São Paulo: Atlas, 1999.

FRANCO, Hilário. **Estrutura, análise e interpretação de balanços**: de acordo com a Nova Lei das S.A, Lei 6.404/76. 15. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

Guararapes Confecções S.A. Disponível em: <http://www.midway.com.br/guararapes/guararapes_historia.asp>. Acesso em: 29 maio 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 2.ed. Porto Alegre: Bookamn, 2001.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michel F. **Teoria da contabilidade**. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDICÍBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Introdução à teoria da contabilidade**: para o nível de graduação. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONE, Marina de Andrade. **Metodologia do trabalho científico**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LEMES JÚNIOR, Antonio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIN, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

MENDES, Frederico. **A gestão baseada no valor nas instituições financeiras**: um modelo aplicado a bancos múltiplos. São Paulo, 2004. Disponível em: < http://www.teses.usp.br/documentos>. Acesso em: 23 maio 2008.

MARION, José Carlos; SOARES, Adenilson Honório. **Contabilidade como instrumento para tomada de decisões**: uma introdução. Campinas, SP: Atlas, 2000.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. São Paulo: Atlas, 2001.

MARQUES, Rogério Marques. **Uma investigação do relacionamento entre o modelo fleuriet e o modelo baseado no valor econômico agregado**. Brasília, 2002. Disponível em:<http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/dissertacoes>. Acesso em: 23 maio 2008.

MARTIN, J.D.; PETTY, J.W. **Gestão baseada em valor**: uma resposta das empresas à revolução dos acionistas. Tradução de José Guimarães Alcântara. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

SANTIAGO, Josicarla Soares. **Analise das variáveis que impactam no custo do serviço de ressonância magnética nas entidades hospitalares**: um estudo comparativo nos hospitais da UnB e da UFRN. Natal, 2007. 52p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNB, UFPB, UFPE e UFRN.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas 1997.

RIO GRANDE DO NORTE . Secretaria de Tributação. Disponível em: <http://www.set.rn.gov/set/arrecadacao/adesempenho.htm>. Acesso em: 29 maio 2008.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. Trad. Daniel Grassi. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ANEXOS

ANEXO A - Balanço Patrimonial de 2000 a 2002

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 01 - Ativo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2002	31/12/2001	31/12/2000
1	Ativo Total	929.734	793.531	752.859
1.01	Ativo Circulante	449.433	410.287	376.812
1.01.01	Disponibilidades	21.388	51.928	15.228
1.01.02	Créditos	288.963	252.266	242.988
1.01.03	Estoques	128.910	92.941	105.608
1.01.04	Outros	10.172	13.152	12.988
1.02	Ativo Realizável A Longo Prazo	35.379	38.130	36.137
1.02.01	Créditos Diversos	0	0	0
1.02.02	Créditos Com Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.02.01	Com Coligadas	0	0	0
1.02.02.02	Com Controladas	0	0	0
1.02.02.03	Com Outras Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.03	Outros	35.379	38.130	36.137
1.03	Ativo Permanente	444.922	345.114	339.910
1.03.01	Investimentos	1.059	1.391	1.430
1.03.01.01	Participações Em Coligadas	0	0	0
1.03.01.02	Participações Em Controladas	0	0	0
1.03.01.03	Outros Investimentos	1.059	1.391	1.430
1.03.02	Imobilizado	408.022	314.532	306.471
1.03.03	Diferido	35.841	29.191	32.009

Volta

© Copyright Bovespa. Todos os direitos reservados.

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 01 – Passivo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2002	31/12/2001	31/12/2000
2	Passivo Total	929.734	793.531	752.859
2.01	Passivo Circulante	230.170	193.849	200.666
2.01.01	Empréstimos E Financiamentos	157	466	803
2.01.02	Debêntures	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	144.106	119.811	127.919
2.01.04	Impostos, Taxas E Contribuições	43.168	35.431	31.818
2.01.05	Dividendos A Pagar	18.852	12.905	16.384
2.01.06	Provisões	12.397	9.922	7.773
2.01.07	Dívidas Com Pessoas Ligadas	0	0	0
2.01.08	Outros	11.490	15.314	15.969
2.02	Passivo Exigível A Longo Prazo	56.794	33.635	34.018
2.02.01	Empréstimos E Financiamentos	137	112	495
2.02.02	Debêntures	0	0	0
2.02.03	Provisões	0	0	0
2.02.04	Dívidas Com Pessoas Ligadas	30.496	0	0
2.02.05	Outros	26.161	33.523	33.523
2.03	Resultados De Exercícios Futuros	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	1.503
2.05	Patrimônio Líquido	642.770	566.047	516.672
2.05.01	Capital Social Realizado	560.000	501.169	450.000
2.05.02	Reservas De Capital	17.815	7.853	14.380
2.05.03	Reservas De Reavaliação	0	0	0
2.05.03.01	Ativos Próprios	0	0	0
2.05.03.02	Controladas/coligadas	0	0	0
2.05.04	Reservas De Lucro	64.955	57.025	52.292
2.05.04.01	Legal	13.881	11.141	7.542
2.05.04.02	Estatutária	0	0	0
2.05.04.03	Para Contingências	0	0	0
2.05.04.04	De Lucros A Realizar	0	0	0
2.05.04.05	Retenção De Lucros	51.074	45.884	44.750
2.05.04.06	Especial P/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
2.05.04.07	Outras Reservas De Lucro	0	0	0
2.05.05	Lucros/prejuízos Acumulados	0	0	0

FONTE: BOVESPA

ANEXO B - Balanço Patrimonial de 2003 a 2005

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 01 - Ativo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
1	Ativo Total	1.487.711	1.220.351	987.540
1.01	Ativo Circulante	869.793	678.103	484.833
1.01.01	Disponibilidades	275.195	135.863	47.501
1.01.02	Créditos	391.952	354.011	313.627
1.01.03	Estoques	173.223	161.248	109.906
1.01.04	Outros	29.423	26.981	13.799
1.02	Ativo Realizável a Longo Prazo	26.802	24.005	25.463
1.02.01	Créditos Diversos	0	0	0
1.02.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.02.01	Com Coligadas	0	0	0
1.02.02.02	Com Controladas	0	0	0
1.02.02.03	Com Outras Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.03	Outros	26.802	24.005	25.463
1.03	Ativo Permanente	591.116	518.243	477.244
1.03.01	Investimentos	162.009	1.043	1.059
1.03.01.01	Participações em Coligadas	0	0	0
1.03.01.02	Participações em Controladas	0	0	0
1.03.01.03	Outros Investimentos	162.009	1.043	1.059
1.03.02	Imobilizado	384.947	471.819	430.557
1.03.03	Diferido	44.160	45.381	45.628

Volta

© Copyright Bovespa. Todos os direitos reservados.

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 02 - Passivo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
2	Passivo Total	1.487.711	1.220.351	987.540
2.01	Passivo Circulante	436.607	339.540	228.273
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	98	60	190
2.01.02	Debêntures	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	211.536	181.187	132.433
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	102.923	83.869	54.841
2.01.05	Dividendos a Pagar	19.846	29.805	11.581
2.01.06	Provisões	58.344	23.564	13.756
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
2.01.08	Outros	43.860	21.055	15.472
2.01.08.01	Titulos a pagar	9.510	0	0
2.01.08.02	Luvas a apropriar	3.212	0	0
2.01.08.03	Credores diversos	31.138	0	0
2.02	Passivo Exigível a Longo Prazo	164.510	74.629	68.837
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	0	0	3.400
2.02.02	Debêntures	0	0	0
2.02.03	Provisões	0	0	0
2.02.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	69.158	54.912	49.326
2.02.05	Outros	95.352	19.717	16.111
2.02.05.01	Contribuição social s/lucro líquido-CSLL	75.635	0	0
2.02.05.02	Impostos e contribuições	19.717	19.717	16.111
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	0	0	0
2.05	Patrimônio Líquido	886.594	806.182	690.430
2.05.01	Capital Social Realizado	660.000	620.000	600.000
2.05.02	Reservas de Capital	21.149	23.707	12.414
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0
2.05.03.01	Ativos Próprios	0	0	0
2.05.03.02	Controladas/Coligadas	0	0	0
2.05.04	Reservas de Lucro	205.445	162.475	78.016
2.05.04.01	Legal	26.454	22.330	17.970
2.05.04.02	Estatutária	0	0	0
2.05.04.03	Para Contingências	0	0	0
2.05.04.04	De Lucros a Realizar	0	0	0
2.05.04.05	Retenção de Lucros	178.991	140.145	60.046
2.05.04.06	Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
2.05.04.07	Outras Reservas de Lucro	0	0	0
2.05.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0

FONTE: BOVESPA

FARN

ANEXO C - Balanço Patrimonial de 2005 a 2007

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 01 - Ativo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
1	Ativo Total	1.863.103	1.692.462	1.486.164
1.01	Ativo Circulante	976.587	928.611	881.674
1.01.01	Disponibilidades	197.024	251.843	275.195
1.01.02	Créditos	416.614	372.937	391.952
1.01.02.01	Clientes	397.673	371.379	386.830
1.01.02.02	Créditos Diversos	18.941	1.558	5.122
1.01.03	Estoques	302.982	224.996	173.223
1.01.04	Outros	59.967	78.835	41.304
1.02	Ativo Não Circulante	886.516	763.851	604.490
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	21.416	17.895	13.374
1.02.01.01	Créditos Diversos	0	0	0
1.02.01.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.01.02.01	Com Coligadas e Equiparadas	0	0	0
1.02.01.02.02	Com Controladas	0	0	0
1.02.01.02.03	Com Outras Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.01.03	Outros	21.416	17.895	13.374
1.02.02	Ativo Permanente	865.100	745.956	591.116
1.02.02.01	Investimentos	1.043	1.043	162.009
1.02.02.01.01	Participações Coligadas/Equiparadas	0	0	0
1.02.02.01.02	Participações Coligadas/Equiparadas-Ágio	0	0	0
1.02.02.01.03	Participações em Controladas	0	0	0
1.02.02.01.04	Participações em Controladas - Ágio	0	0	0
1.02.02.01.05	Outros Investimentos	1.043	1.043	162.009
1.02.02.02	Imobilizado	821.493	721.835	423.586
1.02.02.03	Intangível	12.987	5.106	0
1.02.02.04	Diferido	29.577	17.972	5.521

FONTE: BOVESPA

Grupo 06 - Balanço Patrimonial Consolidado - 01 - Passivo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
2	Passivo Total	1.863.103	1.692.462	1.486.164
2.01	Passivo Circulante	495.157	461.718	437.053
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	134	116	98
2.01.02	Debêntures	0	0	0
2.01.03	Fornecedores	273.666	215.497	221.046
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	141.749	138.315	102.923
2.01.05	Dividendos a Pagar	44.980	48.250	19.846
2.01.06	Provisões	14.037	21.963	58.344
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
2.01.08	Outros	20.591	37.577	34.796
2.01.08.01	Títulos a pagar	0	0	0
2.01.08.02	Luvas a apropriar	399	1.407	3.212
2.01.08.03	Credores diversos	20.192	36.170	31.584
2.02	Passivo Não Circulante	116.082	151.499	150.636
2.02.01	Passivo Exigível a Longo Prazo	116.082	151.499	150.636
2.02.01.01	Empréstimos e Financiamentos	0	0	0
2.02.01.02	Debêntures	0	0	0
2.02.01.03	Provisões	300	0	0
2.02.01.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	66.000	85.096	69.158
2.02.01.05	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0
2.02.01.06	Outros	49.782	66.403	81.478
2.02.01.06.01	Contribuição social s/lucro líquido-CSLL	36.054	59.539	75.635
2.02.01.06.02	Impostos e contribuições	13.728	6.864	5.843
2.02.02	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0
2.03	Part. de Acionistas Não Controladores	0	0	0
2.04	Patrimônio Líquido	1.251.864	1.079.245	898.475
2.04.01	Capital Social Realizado	1.000.000	800.000	660.000
2.04.02	Reservas de Capital	56.749	45.837	33.030
2.04.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0
2.04.03.01	Ativos Próprios	0	0	0
2.04.03.02	Controladas/Coligadas e Equiparadas	0	0	0
2.04.04	Reservas de Lucro	195.115	233.408	205.445
2.04.04.01	Legal	45.706	36.449	26.454
2.04.04.02	Estatutária	0	0	0
2.04.04.03	Para Contingências	0	0	0
2.04.04.04	De Lucros a Realizar	0	0	0
2.04.04.05	Retenção de Lucros	149.409	196.959	178.991
2.04.04.06	Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
2.04.04.07	Outras Reservas de Lucro	0	0	0
2.04.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0
2.04.06	Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0

© Copyright Bovespa

ANEXO D – Demonstração de Resultado do Exercício de 2000 a 2002

Grupo 07 - Demonstração do Resultado Consolidado - 01 - Demonstração do Resultado

| 01 - Demonstração do Resultado | 02 - Lucro ou Prejuízo por Ação |

(**Reais Mil**)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2002 a 31/12/2002	01/01/2001 a 31/12/2001	01/01/2000 a 31/12/2000
3.01	Receita Bruta De Vendas E/ou Serviços	1.208.223	1.074.580	952.299
3.02	Deduções Da Receita Bruta	(307.353)	(273.123)	(240.868)
3.03	Receita Líquida De Vendas E/ou Serviços	900.870	801.457	711.431
3.04	Custo De Bens E/ou Serviços Vendidos	(466.013)	(423.204)	(370.847)
3.05	Resultado Bruto	434.857	378.253	340.584
3.06	Despesas/receitas Operacionais	(329.315)	(307.370)	(257.477)
3.06.01	Com Vendas	(270.197)	(246.382)	(189.287)
3.06.02	Gerais E Administrativas	(117.786)	(112.962)	(107.902)
3.06.03	Financeiras	62.584	55.068	42.290
3.06.03.01	Receitas Financeiras	70.128	62.142	47.508
3.06.03.02	Despesas Financeiras	(7.544)	(7.074)	(5.218)
3.06.04	Outras Receitas Operacionais	28	16	39
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	(3.944)	(3.110)	(2.617)
3.06.06	Resultado Da Equivalência Patrimonial	0	0	0
3.07	Resultado Operacional	105.542	70.883	83.107
3.08	Resultado Não Operacional	(1.077)	(1.514)	1.445
3.08.01	Receitas	380	315	1.810
3.08.02	Despesas	(1.457)	(1.829)	(365)
3.09	Resultado Antes Tributação/participações	104.465	69.369	84.552
3.10	Provisão Para Ir E Contribuição Social	(29.782)	(19.062)	(22.567)
3.11	Ir Diferido	0	0	0
3.12	Participações/contribuições Estatutárias	0	0	0
3.12.01	Participações	0	0	0
3.12.02	Contribuições	0	0	0
3.13	Reversão Dos Juros Sobre Capital Próprio	0	0	0
3.14	Participações Minoritárias	0	(156)	(293)
3.15	Lucro/prejuízo Do Exercício	74.683	50.151	61.692

FONTE: BOVESPA

ANEXO E – Demonstração de Resultado do Exercício de 2003 a 2005

Grupo 07 - Demonstração do Resultado Consolidado - 01 - Demonstração do Resultado

| 01 - Demonstração do Resultado | 02 - Lucro ou Prejuízo por Ação |

(**Reais Mil**)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003
3.01	Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.155.715	1.628.368	1.309.941
3.02	Deduções da Receita Bruta	(641.056)	(474.850)	(339.949)
3.03	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.514.659	1.153.518	969.992
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(829.502)	(632.316)	(528.520)
3.05	Resultado Bruto	685.157	521.202	441.472
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	(528.670)	(354.650)	(390.083)
3.06.01	Com Vendas	(464.513)	(336.271)	(308.850)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(222.771)	(122.509)	(133.311)
3.06.03	Financeiras	156.601	107.311	57.250
3.06.03.01	Receitas Financeiras	239.479	124.209	72.403
3.06.03.02	Despesas Financeiras	(82.878)	(16.898)	(15.153)
3.06.04	Outras Receitas Operacionais	10.904	2.589	440
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	(8.891)	(5.770)	(5.612)
3.06.06	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0
3.07	Resultado Operacional	156.487	166.552	51.389
3.08	Resultado Não Operacional	7	1.067	11.969
3.08.01	Receitas	525	2.499	15.104
3.08.02	Despesas	(518)	(1.432)	(3.135)
3.09	Resultado Antes Tributação/Participações	156.494	167.619	63.358
3.10	Provisão para IR e Contribuição Social	(77.574)	(45.934)	(16.857)
3.11	IR Diferido	0	0	0
3.12	Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0
3.12.01	Participações	0	0	0
3.12.02	Contribuições	0	0	0
3.13	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0
3.14	Participações Minoritárias	0	0	0
3.15	Lucro/Prejuízo do Exercício	78.920	121.685	46.501

FONTE: BOVESPA

ANEXO F – Demonstração de Resultado do Exercício de 2005 a 2007

Grupo 07 - Demonstração do Resultado Consolidado - 01 - Demonstração do Resultado

| 01 - Demonstração do Resultado | 02 - Lucro ou Prejuízo por Ação |

(**Reais Mil**)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2007 a 31/12/2007	01/01/2006 a 31/12/2006	01/01/2005 a 31/12/2005
3.01	Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	2.461.833	2.334.295	2.155.715
3.02	Deduções da Receita Bruta	(691.244)	(664.874)	(611.370)
3.03	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	1.770.589	1.669.421	1.544.345
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(927.537)	(887.412)	(829.502)
3.05	Resultado Bruto	843.052	782.009	714.843
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	(571.147)	(483.242)	(558.356)
3.06.01	Com Vendas	(659.988)	(567.253)	(464.513)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(193.338)	(161.688)	(222.771)
3.06.03	Financeiras	280.432	241.121	126.915
3.06.03.01	Receitas Financeiras	324.340	287.338	209.793
3.06.03.02	Despesas Financeiras	(43.908)	(46.217)	(82.878)
3.06.04	Outras Receitas Operacionais	14.257	24.301	10.904
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	(12.510)	(19.723)	(8.891)
3.06.06	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0
3.07	Resultado Operacional	271.905	298.767	156.487
3.08	Resultado Não Operacional	1.156	667	7
3.08.01	Receitas	1.479	0	525
3.08.02	Despesas	(323)	0	(518)
3.09	Resultado Antes Tributação/Participações	273.061	299.434	156.494
3.10	Provisão para IR e Contribuição Social	(93.343)	(104.573)	(77.574)
3.11	IR Diferido	0	0	0
3.12	Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0
3.12.01	Participações	0	0	0
3.12.02	Contribuições	0	0	0
3.13	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0
3.14	Part. de Acionistas Não Controladores	0	0	0
3.15	Lucro/Prejuízo do Período	179.718	194.861	78.920

FONTE: BOVESPA