

VALOR ECONÔMICO AGREGADO: ANÁLISE DA GERAÇÃO DE VALOR DA GUARARAPES CONFECÇÕES S.A NO PERÍODO DE 2004 A 2010.

Dulcilene Vieira Moreira¹

Diogo Henrique Silva de Lima²

RESUMO

O fenômeno da globalização determinou o aumento da competitividade e dela a necessidade das empresas em atender eficientemente tanto os consumidores de produtos e serviços quanto os investidores, oferecendo-os taxas de rentabilidade satisfatórias. Assim, esse estudo teve como objetivo analisar se o grupo Guararapes Confeções S/A gerou valor para seus investidores no período de 2004 a 2010. Para tanto, foi feito o cálculo do EBITDA do período analisado, o qual foi baseado na própria DRE do Grupo Guararapes Confeções 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 5,89% e 12,88%. Com relação ao EVA® e o MVA (GOODWILL) foram constatados resultados positivos no período analisado, o que comprova a geração de valor aos acionistas. 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: EVA®. custo de capital. contabilidade.

¹ Discente do Curso de Pós Graduação Gestão Fiscal e Tributária III, Centro Universitário do RioGrande do Norte - UNIRN

² Docente do Curso de Pós Graduação Gestão Fiscal e Tributária III, Centro Universitário do RioGrande do Norte - UNIRN

ABSTRACT

The phenomenon of globalization has determined to increase the competitiveness of it and the need for companies to efficiently serve both consumers of goods and services as investors, offering them satisfactory rates of return. Thus, this study aimed to analyze whether the group Guararapes Clothing S / A has generated value for its investors in the period 2004 to 2010. To this end, we made a calculation of EBITDA for the period analyzed, which was itself based on the DRE Group Guararapes Clothing S / A, and even showed a positive operational capacity to generate cash the company's future. The capital structure, the group maintained a policy of funding directed toward greater use of equity. The calculation of weighted average cost of capital of the company was based for the cost of equity the result of the ROE (return to shareholders) and the cost of debt was made TJLP weighted average of each period. It can be observed that the WACC varied between 5.89% and 12.88%. With respect to EVA ® and MVA (GOODWILL) were found positive results in the period analyzed, confirming the generation of shareholder value. Finally, the research showed the need for more in-depth analysis tools so that managers can ensure the attractiveness and profitability of an organization.

Key - words: EVA ®. cost of capital. accounting.

1 INTRODUÇÃO

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.

As empresas abrem seu capital como forma de captar recursos e ao tomar a decisão de investir em uma organização, o investidor acredita que esse lhe proporcionará ganhos significativos, os quais correspondem exatamente no custo de capital da empresa. 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).

Dessa forma a contabilidade por meio de seus relatórios contábeis, oferece aos investidores informações úteis e relevantes determinantes na escolha da melhor alternativa entre os investimentos.

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.

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 propõe-se a responder o seguinte problema: o Grupo Guararapes Confecções S/A gerou valor para seus investidores no período de 2004 a 2010?

Assim o objetivo principal da presente pesquisa é verificar se o Grupo Guararapes Confecções S/A gerou valor para seus investidores, no período de 2004 a 2010. Para atingir este objetivo têm-se os seguintes 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 e
- Determinar o valor econômico agregado da empresa analisada (EVA e MVA).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

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).

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.

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 Contábil

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 a 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 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).

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®*.

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).

2.3. 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 Amortization*) 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 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 quadro1.

Quadro 1: Demonstrativo de Resultados

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

Fonte: Assaf Neto (2007, p.227)

2.4. EVA® (VEA)

O EVA® (Valor Econômico Agregado e Market Value Added (MVA®) foram desenvolvidos pelos economistas Joel Stern e G. Bennet Stewart III e patenteados por sua empresa, a Stern & Stewart Company, no início da década de 90 com a finalidade de avaliar se a empresa está agregando ou destruindo valor (CREPALDI, 2006).

Na concepção do valor econômico, como objetivo enunciado de qualquer empresa é gerar, em suas decisões financeiras, um retorno que remunere as expectativas de rendimentos de seus proprietários de capital, a comparação do retorno sobre o investimento (ROI) com o CPMC permite identificar se a empresa está agregando ou destruindo valor econômico (ARAUJO; ASSAF NETO, 2003).

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

Quadro 2: EVA (VEA)

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

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.

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. Portanto o EVA® não é apenas uma medida de desempenho é um sistema de gestão empresarial e uma ferramenta para aumentar a riqueza das organizações.

2.5. 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® de uma empresa 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).

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 :

$$MVA = \frac{EVA_1}{(1+WACC)^1} + \frac{EVA_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{EVA_n}{(1+WACC)^n}$$

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.

O MVA® de uma empresa pode ser considerado o valor presente do montante pelo qual investidores esperam que os lucros futuros excedam ou

fiquem aquém do custo de capital. (ARAUJO; ASSAF NETO, 2003)

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:

$$\text{MVA} = \text{VEA} / \text{WACC}$$

Fonte: Assaf Neto (2007, p.190)

2.6. 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 do 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).

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.

3 METODOLOGIA

Para o atendimento dos objetivos estabelecidos nesta pesquisa foi realizado um estudo descritivo, que segundo Gil (1996, p. 46) diz o seguinte: “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Para realização deste estudo utilizou-se da pesquisa do tipo estudo de caso por tratar-se de uma pesquisa de estudo e interpretação de dados reais de uma única empresa: a Guararapes Confeções S/A, no período de 2004 a 2010.

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”.

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 Confeções S/A, de onde foram extraídos os relatórios contábeis (Balanço Patrimonial, DRE e DFC), dentre outros, disponibilizados, objetivando a devida verificação por meio de estudos e aplicações de teorias, se a empresa gerou valor para seus investidores.

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

- O EBITDA da empresa no período de 2004 a 2010;
- 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 2004 a 2010, explicitando através do EBITDA e do Custo de Capital as causas para os resultados obtidos.

4. Análise e Discussão dos Resultados

4.1. Aplicação do EBITDA

Tabela 1:

Demonstrativo de
Resultados
(REAIS EM MIL)

EBITDA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RECEITA BRUTA DE VENDAS	1.628.368	2.155.715	2.334.295	2.461.833	2.705.470	2.857.972	0
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	1.153.518	1.514.659	1.669.421	1.770.589	1.909.999	2.184.124	2.607.984
Custo dos produtos vendidos	(632.316)	(829.502)	(887.412)	(927.537)	(938.596)	(947.266)	(1.115.401)
LUCRO BRUTO	521.202	685.157	782.009	843.052	971.403	1.236.858	1.492.583
Despesas com vendas	(336.271)	(464.513)	(567.253)	(659.988)	(756.169)	(681.193)	(679.362)
Despesas gerais e administrativas	(79.381)	(174.826)	(103.363)	(122.382)	(239.104)	(240.197)	(286.810)
EBITDA	105.550	45.818	111.393	60.682	(23.870)	315.468	526.411
Depreciação	(43128)	(47945)	(58325)	(70956)	0	(85381)	(77147)
Encargos financeiros Líquidos	107.311	156.601	241.121	280.432	185.624	13.477	(1876)
Outras receitas (despesas) op. líquidas	(3.181)	2.013	4.578	1.747	-371	20.560	5.780
Participações em empresas controladas	0	0	0	0	0	0	0
LUCRO OPERACIONAL	166.552	156.487	298.767	271.905	161.383	264.124	453.168
Resultado não operacional	1.067	7	667	1.156	0	0	0
Provisão para IR	(45.934)	(77.574)	(104.573)	(93.343)	(24.445)	(49.029)	(115.373)
Participação minoritária							
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	121.685	78.920	194.861	179.718	136.938	215.095	337.795

Fonte: Elaboração própria

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 Confeções S/A, evidenciando dessa forma o resultado gerado pelos negócios do grupo através de informações consolidadas.

No ano de 2004 a Companhia retomou seu crescimento após um forte decréscimo ocorrido em 2003, apresentando um resultado no valor de R\$62,90 milhões ou 147,51% em relação ao ano de 2003. O ano foi bastante promissor 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 consequência 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, a Companhia apresentou um desempenho de R\$65,57 milhões ou 143,12% 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.

Em 2008, a Companhia apresentou um resultado negativo no valor de R\$23.87 milhões. O ano de 2008 foi marcado pelo ápice da crise no sistema bancário dos Estados Unidos, o cenário macroeconômico adverso trouxe como consequência a queda da taxa de confiança dos consumidores que passaram a conter gastos na insegurança que envolvia suas fontes de renda.

Em 2009, a Companhia apresentou um resultado de R\$315.46 milhões. Diante da continuação do cenário macroeconômico adverso, a Companhia enfrentou a crise criando novas estratégias de marketing e melhor desenvolvimento de produtos e uma maior sintonia com o timing exigido pelo varejo.

Em 2010, a Companhia apresentou um resultado de R\$210.94 milhões ou 66,86% em relação ao ano de 2009. O Grupo realizou duas parcerias com designers considerados referência no cenário da moda brasileira e a evolução da estrutura de capital foi outro destaque no ano de 2010.

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.

4.2. Estrutura de Capital

Tabela 2: %

Estrutura de

(REAIS EM MIL)

Capital

ESTRUTURA DE CAPITAL	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capital Próprio	66,06149	59,5945	63,76775	67,19242	66,90997	66,09529	61,51395

Capital de Terceiros	33,93851	40,4055	36,23225	32,80758	33,09003	33,90471	38,48605
	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaboração própria

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 67,2% e a participação de capital de terceiros variou entre 32,8% e 40,4%.

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.

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.

4.3. Custo Médio Ponderado de Capital

Tabela 3:

Cálculo do

WACC

(REAIS EM MIL)

WACC (Custo médio de capital)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
% estrutura de capital próprio	0,660615	0,595945	0,637678	0,671924	0,6690997	0,6609529	0,5151395
(x) ROE	0,162614	0,093243	0,198247	0,154191	0,099167	0,1347	0,18595
(+) % estrutura de capital de terceiros	0,339385	0,404055	0,362323	0,328076	0,3309003	0,3390471	0,3848605
(x) taxa de capital de terceiros	0,008177	0,008125	0,006563	0,005313	0,005064	0,004966	0,004868
(=) WACC	11,02%	5,89%	12,88%	10,53%	6,80%	9,07%	11,62%

Fonte: Elaboração própria

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) conforme a tabela 4 e para o custo de capital de terceiros foi feito a média ponderada da TJLP de cada período em análise conforme a tabela 5.

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 diminuiu 2,35% em relação ao ano de 2006 e ROE do período foi 15,41%, enquanto a TJLP foi de 0,53%.

No ano de 2008 o WACC diminuiu 3,73% em relação ao ano de 2007, o ROE do período foi de 9,92% e a TJLP foi de 0,50%. No ano de 2009, o WACC aumentou em 2,27% com relação ao ano de 2008 e o ROE do período foi de 13,47%, enquanto a TJLP foi de 0,49%. No ano de 2010 o custo médio de capital aumentou em 2,55%, o ROE foi de 18,59% e a TJLP foi de 0,48%. 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	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Lucro Líquido	121.685	78.920	194.861	179.718	136.938	215.095	337.795
(/) PL Médio	748.360	846.388	982.920	1.165.555	1.380.884	1.596.852	1.816.639
(x) 100	100	100	100	100	100	100	100
(=) ROE	16,26%	9,32%	19,82%	15,42%	9,92%	13,47%	18,59%

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 Confeções S/A proporcionou retorno aos seus acionistas na faixa de 9,32% a 19,82%, sendo o menor resultado no ano de 2005, no qual sofreu impactos negativos devido aos fatores conjunturais.

Portanto, ao comparar os resultados do ROE com a taxa Selic pode-se identificar que com exceção dos anos de 2004, 2005, e 2008 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 %	ROE %	DIFERENÇ
	a.a	a.a	A
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

2008	13,65	9,91	(3,74)
2009	8,65	13,47	4,82
2010	10,66	18,59	7,93

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 Confeccões S/A.

Tabela 6: TLJP(média ponderada) - Taxa de Juros de Longo Prazo

Mês/Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Janeiro	0,833 3	0,812 5	0,75	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Fevereiro	0,833 3	0,812 5	0,75	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Março	0,833 3	0,812 5	0,75	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Abril	0,812 5	0,812 5	0,679 2	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Maio	0,812 5	0,812 5	0,679 2	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Junho	0,812 5	0,812 5	0,679 2	0,5417	0,5064	0,5064	0,4868
Julho	0,812	0,812	0,625	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868

	5	5					
Agosto	0,8125	0,8125	0,625	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868
Setembro	0,8125	0,8125	0,625	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868
Outubro	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868
Novembro	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868
Dezembro	0,8125	0,8125	0,5708	0,5208	0,5064	0,4868	0,4868
Acumulado	9,8124	9,75	7,875	6,375	6,0768	5,9592	5,8416
Média	0,8177	0,8125	0,65625	0,53125	0,5064	0,4966	0,4868

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.

4.4. Aplicação do EVA®

Tabela 7:

EVA®

(REAIS EM MIL)

(VEA)

EVA®	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Lucro Operacional (líquido do IR)	120618	78913	194194	178562	161.383	264124	453168
(-)Custo total de capital	88848,1909	52182,5602	139016,732	131894,985	111006,1826	161911,35	272453,31
(=) Valor Econômico Agregado	31769,8091	26730,4398	55177,2683	46667,0155	50376,81737	102212,65	180714,69

Fonte: Elaboração Própria

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 Confeções S.A obteve resultados positivos em quase todo o período analisado, confirmando o desempenho apresentado pelo indicador EBITDA.

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%.

No ano de 2008, a Companhia aumentou seu valor em 7,95% com relação ao ano de 2007. No ano de 2009 a Companhia apresentou um aumento de valor econômico agregado com um desempenho de 102,9% em relação a 2008. Já em 2010 o desempenho da Companhia foi de 76,8% em comparação ao ano de 2009.

4.5. Aplicação do MVA (GOODWILL)

Tabela 8: MVA
(REAIS EM MIL)

MVA (GOODWILL)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EVA	31769,8091	26730,4398	55177,2683	46667,0155	50376,817	102212,65	180714,69
(/) WACC	0,1102004	0,05885083	0,1287954	0,1053476	0,06802829	0,09071406	0,11625
(=) MVA	288291,232	454206,675	428410,241	442981,288	740527,4684	1126756,426	1554534,968

Fonte: Elaboração própria

O cálculo do MVA® (GOODWILL) é uma perpetuidade, que considera os benefícios esperados por uma organização, representado conforme a tabela 8, pelo EVA e a taxa de desconto utilizada foi o WACC (custo médio de capital).

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%.

No ano de 2008, pode-se observar o crescimento do MVA® de 67,17% em relação ao ano de 2007. No ano de 2009, a Companhia aumentou seu Goodwill em 52,15% em relação ao ano de 2008. Já em 2010 o aumento do MVA® foi de 37,96% em relação ao ano de 2009. Pode-se observar que nesse período a Companhia manteve o crescimento, porém não o mesmo desempenho do ano de 2008 com relação ao ano de 2007.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a geração de valor do Grupo Guararapes Confecções S/A para seus investidores no período de 2004 a 2010. Para tanto os dados foram organizados de forma a determinar o EBITDA no período de 2004 a 2010; 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 constantes na 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.

A pesquisa permitiu, portanto, se 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.

A pesquisa também permitiu, se observar que o Grupo Guararapes Confeções 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 a assessoria contábil.

REFERÊNCIAS

ARAUJO, Adriana Maria Procópio de; ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. **Rev. contab. finanç.** São Paulo, v. 14, n. 33, dez. 2003. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772003000300002&lng=pt&nrm=iso. Acesso em 09 jan. 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772003000300002>

ASSAF NETO, Alexandre; ARAUJO, Adriana Maria Procópio de; FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 17, n. spe, ago. 2006 . Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772006000400009&lng=pt&nrm=iso. acessos em 13 jan.2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772006000400009>.

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 09 jan. de 2012.

BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em 09 jan. de 2012.

BRASIL. Receita Federal. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 28 dez. 2011

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

CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 22 dez. de 2011.

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 Confeccões S.A. Disponível em: <http://www.midway.com.br/guararapes/guararapes_historia.asp>. Acesso em: 21 dez 2011.

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.

IUDÍCIBUS, 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 trabalhocientífico**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LEMES JÚNIOR, Antonio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIN, Ana PaulaMussi 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 dez 2011.

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 dez 2011.

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

Riode Janeiro: Qualitymark, 2004.

OLIVEIRA, Valdiney Alves; LEMES, Sirlei. Nível de convergência dos princípios contábeis brasileiros e norte-americanos às normas do IASB: uma contribuição para a adoção das IFRS por empresas brasileiras. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v.22, n. 56, ago. 2011 . Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772011000200003&lng=pt&nrm=iso>. acessos em 10 jan. 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000200003>.

SANTIAGO, Josicarla Soares. **Análise 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.br/set/arrecadacao/adesempenho.htm>>. Acesso em: 29 dez 2011.

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.