

## **Criação de valor por empresas brasileiras, de 2011 a 2015**

### ***Value creation by Brazilian companies from 2011 to 2015***

Marco Antonio Gouvea

Aluno especial da disciplina de Finanças Corporativas

ESALQ – USP

#### **RESUMO**

Neste trabalho procura-se analisar o comportamento de indicadores econômico financeiros da performance das empresas brasileiras pertencentes aos setores de vestuário e de alimentos no período de 2011 a 2015. O objetivo é entender como os diferentes direcionadores de valor se comportaram no período buscando evidências de algum padrão em cada setor ou entre os setores considerados.

Palavras chave: VEA; valor econômico adicionado.

#### **ABSTRACT**

This paper studies the evolution of some financial performance indicators regarding Brazilian companies belonging to Garments and Food Processing sectors, from 2011 to 2015. The purpose is to understand how the different value drivers reacted in this period, searching for patterns inside each sector or between sectors.

Key words: EVA; economic value creation.

#### **INTRODUÇÃO**

Como uma contramedida aos efeitos da crise global de 2008, o BNDES implementou uma política de estímulos à grandes grupos privados, na forma de

crédito subsidiado e participação acionária, objetivando torna-los gigantes setoriais que competissem globalmente. Apesar de direcionar recursos da ordem de R\$40 bilhões, das empresas escolhidas, sabe-se que várias não foram exitosas, como a EBX, a LBR Lácteos e a OI; outras apresentam prejuízo como a Marfrig; outras tiveram sucesso como a Fibría, TOTVS e a JBS. É um modelo usado em outros países, mas com metas claras de desempenho e contrapartidas como a melhoria da qualificação dos trabalhadores. Também, se frustrou o objetivo de gerar desenvolvimento, crescimento econômico e emprego além de causar desequilíbrio no mercado.

Uma pergunta que pode-se fazer diz respeito a como se comportaram as empresas que não foram privilegiadas por este movimento estratégico. De uma forma geral teriam se dado melhor ou pior?

No ambiente empresarial, a relação entre diferentes grandezas econômico financeiras significativas permite uma avaliação da performance da empresa, bem como uma eventual explicação para suas discrepâncias em relação à normalidade conceitual esperada. Sua análise no tempo permite conhecer sua história bem como fazer projeções na tentativa de prever seu comportamento futuro.

Em condições macroeconômicas “comportadas” e iguais para um mesmo setor, tal processo permite perceber, numa certa medida, a influência das decisões de financiamento e investimento tomadas pelos decisores da empresa. Mas qual seria sua resposta à uma condição macroeconômica turbulenta como aquela em andamento no Brasil?

À primeira vista pode-se pensar em uma resposta comum de todos os atores econômicos, dada a universalidade dos conceitos econômico financeiros vigentes, sendo esta resposta diferenciada na medida das diferentes estratégias adotadas na trajetória de cada ator em particular. Haveria descoberta relevante na análise destes resultados?

Qual foi o desenho de indicadores empresariais resultante do período recente no Brasil? Haveria um desenho único num mesmo setor. Qual empresa teria se

diferenciado? Haveriam respostas comuns entre setores? As respostas foram influenciadas por medidas tomadas a priori? Quais?

São muitas perguntas e uma amplitude considerável e, portanto, decidiu-se por limitar, num primeiro momento, o espaço de pesquisa considerando apenas dois setores industriais brasileiros, o de alimentação e o de vestuário. O primeiro pela sua condição de relativa estabilidade frente a turbulências e o segundo pela resposta mais alinhada com a condição macroeconômica.

## **METODOLOGIA**

Do ponto de vista do investidor, o moto por detrás da aplicação de seu capital é receber “mais” do que este capital lhe custa. Tratando-se do sócio de uma empresa este “mais” é representado pelo que é chamado de custo do capital próprio. O que resultar além desse “mais”, o “além do mais”, pode ser chamado de retorno residual sobre o investimento (KASSAI).

De forma mais conceitual e completa, numa empresa, a diferença entre o retorno sobre o capital empregado (ROCE) e o quanto custa esse capital (WACC), pode ser chamado (KASSAI) de retorno residual sobre o investimento. Se a diferença entre o retorno e o custo ( $ROCE - WACC$ ) for positiva, pode-se dizer que houve criação de valor, caso contrário, destruição de valor. Este indicador tem o percentual como unidade de medida e seu correspondente em valores monetários é achado multiplicando-se este percentual pelo capital empregado (CE). Desta multiplicação surge o indicador chamado *Economic Value Added* (EVA), onde  $EVA = (ROCE - WACC) * CE$ , uma marca registrada de propriedade da empresa de consultoria Stern Stewart & Co, patenteada em 1989 (KASSAI). Este raciocínio popularizou o conceito de que a medida do valor de um negócio não está em seu tamanho, mas no retorno excedente ao custo de capital da empresa (ROCE-WACC).

Ainda, o resultado da aplicação de recursos em ativos para a atividade fim da empresa, é consubstanciado na geração de resultado operacional. A avaliação desta aplicação é determinada pelo quanto o resultado operacional da empresa

consegue remunerar os donos destes recursos e pelo quanto ele viabiliza de continuidade deste processo (e geração de recursos). Assim, para a análise comparativa entre empresas outro indicador de performance escolhido foi o NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*). Mesmo porque é este o valor resultante de suas operações.

Resumindo, buscou-se comparar a performance de empresas analisando as variáveis:

- Capital Empregado (CE)
- Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE)
- O Resultado Líquido (RL)
- Quanto custou esse capital (WACC)
- Quanto foi o valor que gerou (EVA)

Para este estudo, o CE foi calculado como (Capital Circulante Líquido + Investimento Líquido + Outros ativos) e refere-se ao início do exercício (fim do exercício anterior). O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) adotado foi setorial, ou seja, considerado o mesmo para todas as empresas de um mesmo setor.

Os dados da amostra de empresas utilizadas foram extraídos do banco de dados do Instituto Assaf, cuja fonte é o site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (<http://www.institutoassaf.com.br>).

Foi considerado um horizonte de 5 anos, de 2011 a 2015. O ano de 2016 ainda não foi publicado no site do Instituto Assaf.

As empresas escolhidas foram aquelas da tabela a seguir.

ALIMENTOS		VESTUÁRIO	
<b>Ambev</b>	Ambev S.A	<b>Cedro</b>	Cia Fiação de Tecidos Cedro Cachoeira
<b>JBS</b>	JBS S.A	<b>Santanense</b>	Companhia Tecidos Santanense
<b>Marfrig</b>	Marfrig Global Foods S.A	<b>Wembley</b>	Wembley Sociedade Anonima
<b>M.Dias Branco</b>	M.Dias Branco S.A. Ind Com de Alimentos	<b>Lojas Hering</b>	Lolas Hering S.A
<b>Minerva</b>	Minerva S.A		
<b>Oderich</b>	Conservas Oderich S.A.		
<b>Excelcior</b>	Excelcior alimentos S.A.		

Tabela 1: Empresas e setores considerados no estudo

## RESULTADOS

Na figura a seguir são apresentados, em forma gráfica, os resultados para o setor de alimentos.

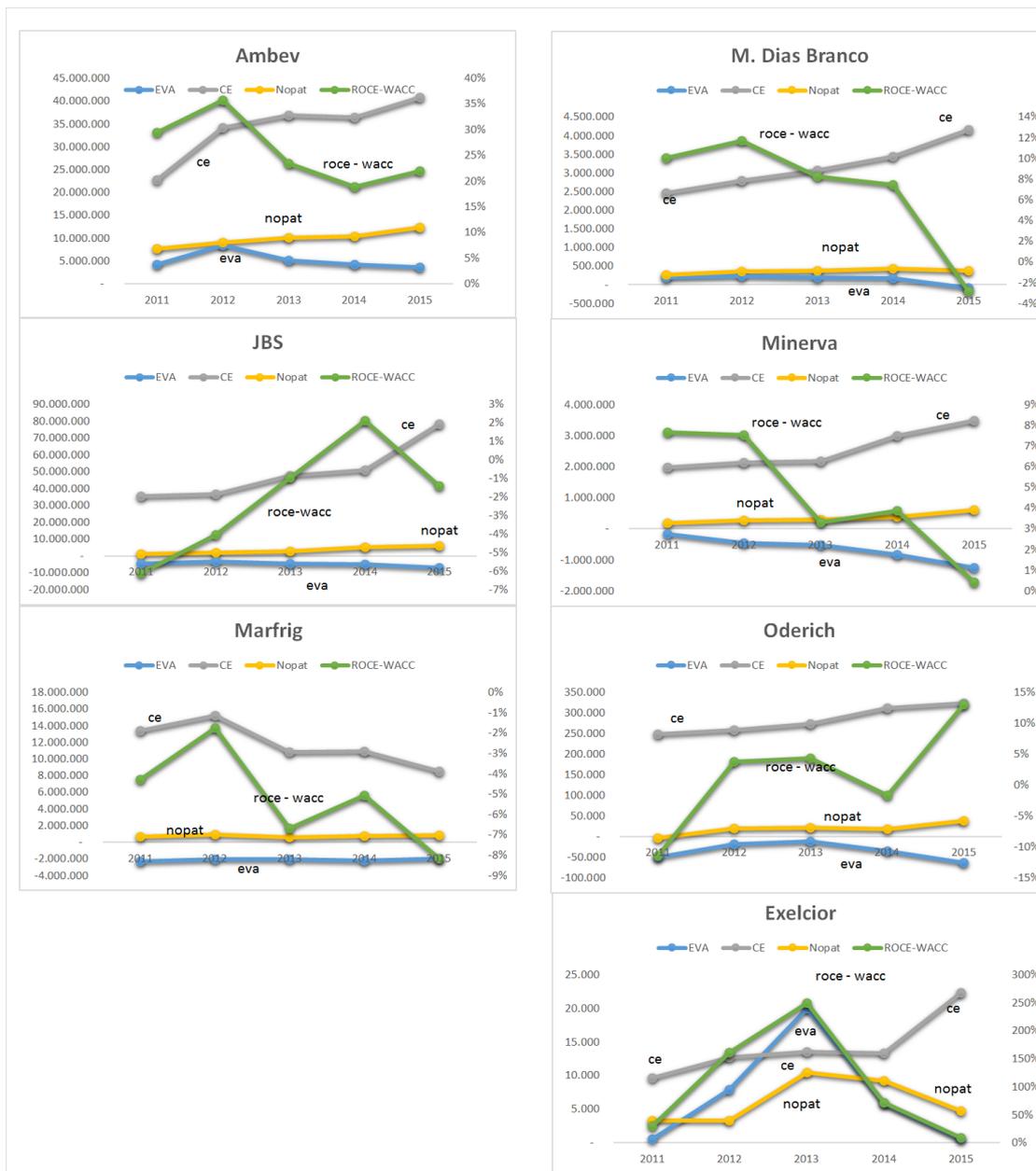


Figura 1: Gráficos das empresas do setor de alimentos e bebidas.

Observa-se que, excluindo-se a Marfrig, as empresas apresentaram EVA decrescente a partir de 2013 mesmo com o aumento de capital empregado (CE). Isso se deveu à queda acentuada do retorno residual (ROCE – WACC) em maior proporção que o aumento de Capital Empregado (CE). Podemos notar que

apenas a Ambev e Exelcior mostram EVA positivo em todos os anos, com a M.Dias Branco negativando apenas em 2015.

Com relação ao Resultado Operacional, apenas Minerva e Excelcior tiveram uma pequena queda. Ambev, Exelcior e M. Dias Branco apresentam Resultado Líquido positivo em todos os anos.

O aumento acentuado do EVA da Exelcior até 2013 é explicado por um crescimento nas vendas até 2013 com manutenção de despesas. A diminuição após 2013 é explicada por um decréscimo nas vendas e aumento das despesas.

Na figura a seguir são apresentados, em forma gráfica, os resultados para o setor de vestuário.

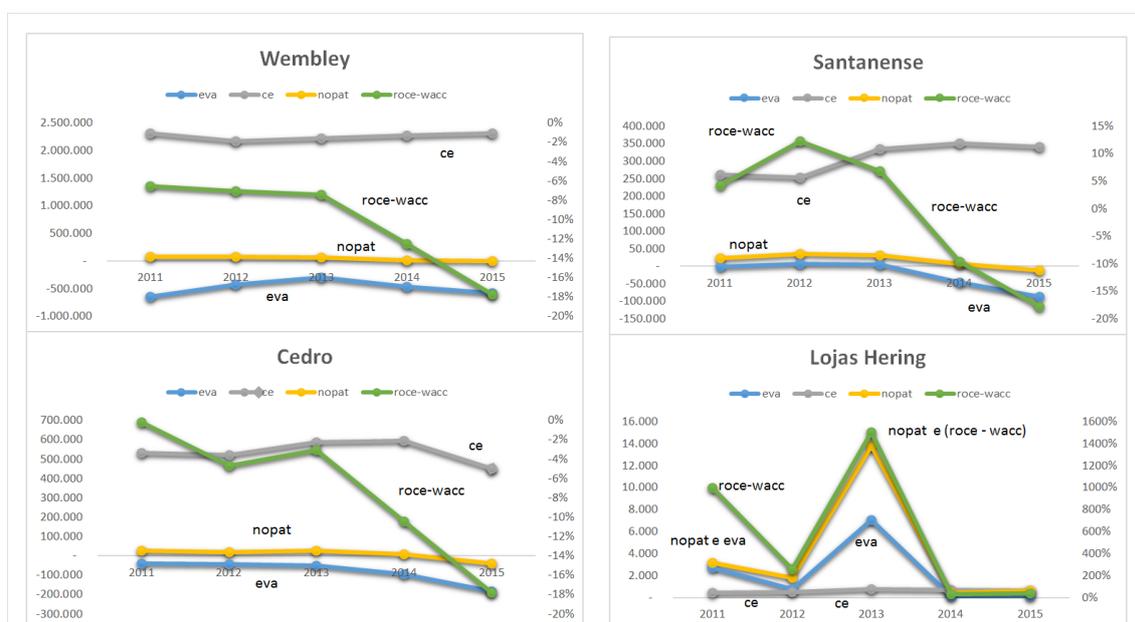


Figura 2: Gráficos das empresas do setor de vestuário. Fonte: Instituto Assaf.

No setor de vestuário o EVA diminui após 2013, com o capital empregado (CE) diminuindo praticamente em todas as empresas. Nota-se o decréscimo acentuado do retorno residual. As Lojas Hering apresentaram uma alta em 2013 devido à outras receitas operacionais.

As Lojas Hering apresentam EVA positivo, criaram valor, em todos os anos. Todas as outras empresas apresentam EVA negativo em todos os anos, ou seja, destruíram valor.

A tabela a seguir mostra a evolução do ROCE e do WACC setoriais ao longo do período pesquisado. Pode-se perceber uma forte diminuição do retorno residual nos dois setores, o que explica em parte o decréscimo do EVA.

		2011	2012	2013	2014	2015
<b>Vestuário</b>	ROCE (%)	-5,0	-3,4	-5,3	-7,1	-11,5
	WACC (%)	12,2	12,1	12,6	13,1	18
<b>Alimentos e Bebidas</b>	ROCE (%)	3,5	4,6	4,7	5,4	5,1
	WACC (%)	10,0	10,0	10,8	12,3	16,2

Tabela 2: Evolução do ROCE e WACC setorial. Fonte: Instituto Assaf.

A queda apresentada pela maioria das empresas após 2013, pode ser explicada parcialmente pelo movimento do PIB brasileiro que cresceu 2,3% em 2013, de acordo com o relatório das Contas Nacionais, divulgado pelo IBGE em fevereiro de 2014, tendo a indústria se expandido 1,3% e o consumo das famílias 2,3%. Já em 2014 o PIB expandiu 0,1% com a indústria tendo retração de 1,2% e o consumo das famílias cresceu 0,9%.

Estes valores do PIB são apresentados a seguir em forma de tabela.

	PIB	Industrias	Consumo das famílias
<b>2013</b>	2,3	1,3	2,3
<b>2014</b>	0,1	-1,2	0,9
<b>2015</b>	-3,8	-6,2	-4,0
<b>2016</b>	-3,6	-3,8	-4,2

Tabela 3: Evolução do PIB brasileiro de 2013 a 2016. Fonte: valor.com.br.

Outro parâmetro comparado foi o Lucro Líquido (após considerar o resultado financeiro) com o NOPAT e os resultados são mostrados nas figuras a seguir.



Figura 3: Comparação entre LL e NOPAT (valores em R\$). Fonte: Instituto Assaf.

Nota-se que apenas as empresas que destruíram valor (EVA negativo) é que por conta de dívidas e/ou falta de caixa para aplicações financeiras, apresentam LL menor que NOPAT. O mesmo pode ser observado no setor de vestuário como mostrado na figura a seguir.

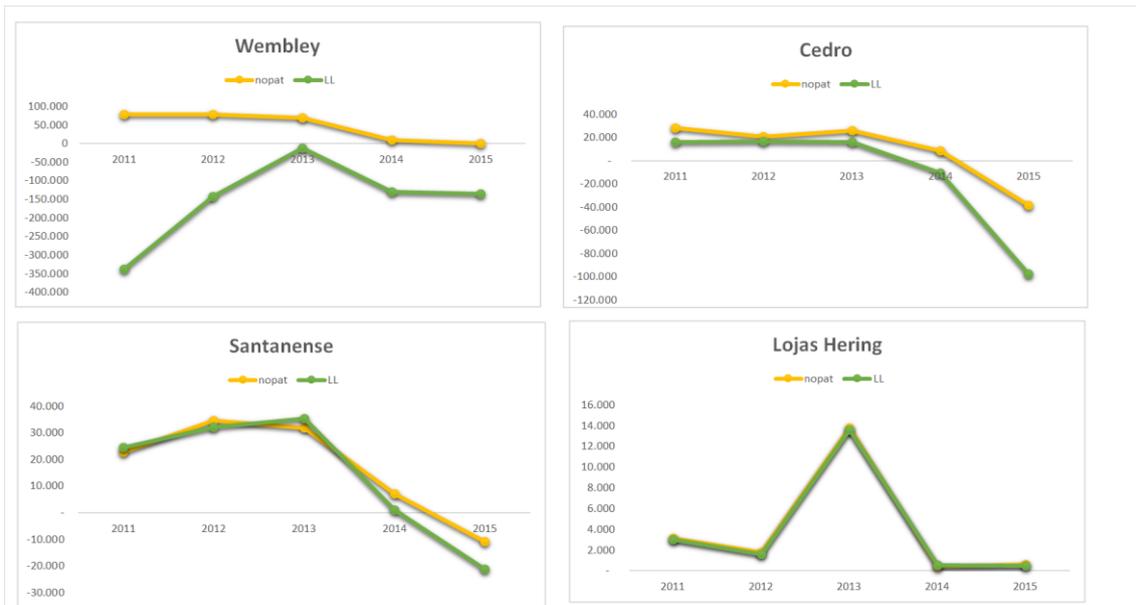


Figura 3: Comparação entre LL e NOPAT (valores em R\$). Fonte: Instituto Assaf.

## CONCLUSÃO

Pode-se dizer que tanto no setor de vestuário como no de alimentos e bebidas acontece uma inversão clara a partir de 2014, causada com certeza pela recessão que se abateu sobre economia brasileira. Também, que no período analisado, a criação de valor ocorreu em algumas empresas apenas. Dado o valor negativo do PIB, em 2016 esta tendência de baixa deve se repetir, em ambos os setores.

Porém, é interessante notar que no setor de alimentos, as empresas, com EVA positivo, Ambev, Exelcior e M. Dias Branco, mantiveram positivo e crescente o lucro operacional (Lucro Líquido), um dos direcionadores de valor.

Segundo ASSAF (1):

“Em 2015 a margem operacional ampla das companhias abertas foi de 10,2%; ao se excluir resultados gerados fora da atividade objeto das empresas o desempenho se reduz para 4,1%. É importante destacar que

o confronto desses indicadores pode sinalizar uma maior dependência da empresa pelos seus ativos financeiros, em substituição ao seu desempenho genuinamente operacional”.

Mas o que se verificou é que todas as empresas que agregaram valor - Ambev, Exelcior, M. Dias Branco no setor de Alimentos e Bebidas e Lojas Hering no setor de Vestuário – tiveram margem operacional ampla maior provavelmente porque tiveram dinheiro em caixa para investimentos financeiros. Todas as outras empresas aqui consideradas não agregaram valor e tiveram margem operacional ampla menor que a restrita.

Numa economia onde a alavancagem financeira da empresa é subsidiada, a alavancagem operacional assume papel secundário e desimportante e esse modelo se esgota com a fonte de subsídios. Talvez a alavancagem operacional fosse uma variável interessante de se analisar, pois mostraria os esforços de ganho de escala das empresas num momento de crise.

## **BILIOGRAFIA**

- (1) <http://www.institutoassaf.com.br/2012/artigosAssaf.aspx>. Acesso em 11/06/17.
- (2) **KASSAI**, J. Roberto. Apostila de contabilidade e finanças. 2012, UNICAMP.
- (3) **ASSAF**, A. Neto. Valuation – *Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. 1.ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014