

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
ESPECIALIZAÇÃO EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

**AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DA EMPRESA BEMATECH ATRAVÉS DA
METODOLOGIA DO EVA E MVA**

Orientando: Everton Meneghini

Orientador: Prof. Antonio César Pitela

CURITIBA

2012

EVERTON MENEZHINI

**AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DA EMPRESA BEMATECH ATRAVÉS DA
METODOLOGIA DO EVA E MVA**

Monografia apresentada ao Programa de Pós-Graduação do Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Antonio César Pitela

CURITIBA

2012

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
PARECER FINAL

NOME DO (A) ALUNO (A): EVERTON MENEGHINI

TÍTULO DO TRABALHO: AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DA EMPRESA BEMATECH ATRAVÉS DA METODOLOGIA DO EVA E MVA

NOME DO PROFESSOR ORIENTADOR: ANTONIO CÉSAR PITELA

PARECER DO PROFESSOR ORIENTADOR:

O trabalho aborda um tema extremamente relevante da gestão empresarial e utiliza uma das ferramentas mais importantes de avaliação de desempenho, que é o valor econômico agregado. Além disso, analisa a evolução da empresa a partir da sua abertura de capital. Atinge os objetivos e se mostra coerente com os propósitos do curso.

NOTA: 90 (noventa)) ASSINATURA: 

NOME DO PROFESSOR DESIGNADO: Moisés Prates Silveira

NOTA: 90 (noventa)) ASSINATURA: 

CONCEITO FINAL: 90 (noventa))

COORDENADOR DO CURSO: MOISÉS PRATES SILVEIRA

ASSINATURA: 

DATA: 11 / 12 / 2012

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares que sempre me deram apoio e carinho e nunca duvidaram de mim.

Aos amigos que compreenderam minha ausência em decorrência das pesquisas e por sempre me apoiarem.

E em especial ao meu orientador, Prof. Antonio César Pitela, que com sua experiência, conhecimento e paciência me ajudaram a realizar este trabalho.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial anos 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.....	24
Tabela 2 - Demonstrações de Resultado anos 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.....	25
Tabela 3 - Análise de liquidez.	26
Tabela 4 - Prazos médios de atividade.....	26
Tabela 5 - Custo do Capital.	27
Tabela 6 - Indexadores dos empréstimos (Curto e longo prazo).	27
Tabela 7 - Custo do capital de terceiros.	28
Tabela 8 - Custo Ponderado do Capital.	29
Tabela 9 - Rentabilidade do Ativo Operacional Líquido.....	29
Tabela 10 - EVA da empresa Bematech.	29
Tabela 11 - Preço das ações no último dia do ano.....	30
Tabela 12 - MVA da empresa Bematech.	31
Tabela 13 - Patrimônio Líquido empresa Bematech.	31
Tabela 14 - Lucro (prejuízo) líquido do exercício.	32

RESUMO

MENEZHINI, E. Avaliação de desempenho da empresa Bematech através da metodologia do EVA e MVA. 2012. Monografia (Especialização). Especialização em Contabilidade e Finanças. Universidade Federal do Paraná.

Atualmente as empresas com capital aberto são avaliadas constantemente, contudo nos últimos anos criou-se uma nova ferramenta para avaliar o desempenho destas empresas que tem por base o próprio negócio, ponderando o custo do capital próprio e do capital de terceiro. Trata-se da análise de desempenho através do EVA (Economic Value Added) e MVA (Market Value Added). Com os resultados pode-se comparar com a variação dos preços das ações e verificar se o mercado precificou as ações com base também nos resultados de desempenho. Este é o objetivo deste trabalho que visa avaliar se a empresa Bematech agregou valor aos acionistas e para a companhia desde sua abertura de capital na bolsa de valores até 2011. Primeiramente serão demonstradas algumas das modalidades de avaliação de empresa, entre elas análise pelo método patrimonial, dos múltiplos de mercado, valor presente líquido e por último o método por desempenho por EVA e MVA. Após uma breve explicação destes métodos será realizado a análise de desempenho da empresa em estudo e para isto será desenvolvido os cálculos do custo do capital próprio, custo do capital de terceiros e o custo ponderado do capital. Em posse destes resultados será calculado o desempenho por EVA e MVA. Concluirá que não foi gerado valor aos acionistas em nenhum ano estudado e que foi gerado MVA apenas em três anos (2007, 2009 e 2010).

Palavras-chave: Bematech, MVA e EVA, Geração de valor.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

EUA: Estados Unidos das Américas.

EVA: Economic value added.

FCD: Fluxo de caixa descontado.

MVA: Market value added.

VPL: Valor presente líquido.

VEA: Valor econômico agregado.

SUMÁRIO

1 Introdução.....	7
1.2 Problema	7
1.3 Objetivos	8
1.3.1 Objetivo geral	8
1.3.2 Objetivos específicos	8
1.4 Justificativa	8
2 Bematech: do surgimento até os dias atuais.....	10
3 Referencial Teórico.....	13
3.1 Métodos patrimoniais e critérios de mensuração de ativos	13
3.2 Método de múltiplos de Mercado	15
3.3 Método de fluxo de caixa descontado.....	16
3.4 Avaliação de desempenho pelo EVA e MVA	19
4 Análise da empresa Bematech através dos métodos EVA e MVA.....	24
4.1 Análise da empresa Bematech pelo método do EVA	26
4.2 Análise da empresa Bematech pelo método do MVA	30
5 Conclusão.....	34
Referências	36

1 Introdução

O presente trabalho de conclusão do curso de Pós Graduação em Contabilidade e Finanças tem o objetivo de analisar a empresa Bematech através da avaliação de desempenho por EVA e MVA

Este método de análise, que foi desenvolvido por Joel M. Stern e G. Bennet Stewart, tem por objetivo “ser um sistema de gestão, embasado em um cálculo denominado lucro residual.” (Schimidt *et al*, 2006, p. 207)

Após o capítulo de introdução, será abordado um pouco da história desta empresa que ao longo de quase 23 anos, saiu da incubadora tecnológica do Paraná para conquistar quase 50% do mercado de impressoras de checkouts no Brasil.

Será feito um breve relato do começo da empresa, a busca por investimento, a introdução em um segmento nascente no Brasil, sua explosão nas vendas, a abertura do capital na bolsa de valores de São Paulo, sua internacionalização e ampliação de seu portfólio de produtos, através das compras de várias outras empresas.

Posteriormente no capítulo 3 será abordado alguns métodos de valoração de empresas, são eles: métodos patrimoniais e critérios de mensuração de ativos, método de múltiplos de mercado, método de fluxo de caixa descontado e avaliação de desempenho pelo EVA e MVA.

Já no capítulo 4 será desenvolvido o tema deste trabalho que é a análise de desempenho da empresa Bematech.

Serão apontados os cálculos do custo do capital próprio e do capital de terceiros, a obtenção do custo ponderado do capital e o valor do EVA e MVA gerado.

E por fim, no capítulo 5 será realizada a conclusão deste estudo.

1.2 Problema

Nos últimos 22 anos a empresa Bematech se tornou uma grande empresa no Brasil no segmento de tecnologia em software e Hardware.

A sua história chama muito a atenção, pois em poucos anos um sonho de dois estudantes se tornou uma das grandes empresas do estado do Paraná.

O intuito do trabalho de conclusão é analisar, desde abertura do capital até o ano de 2011, se a empresa Bematech gerou valor aos acionistas e se a valorização das ações tem respaldo nesta geração de valor.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral do presente trabalho é identificar se a empresa Bematech gerou valor aos acionistas desde a abertura do capital na bolsa de valores até o ano de 2011.

1.3.2 Objetivos específicos

- Utilizar das ferramentas econômicas de análise de desempenho por EVA e MVA para mensurar se houve geração de valor ao longo dos anos estudados.
- Verificar se os preços das ações acompanharam a geração de valor a empresa e aos acionistas

1.4 Justificativa

Primeiramente, pretende-se com este trabalho aprimorar os conhecimentos acadêmicos sobre duas ferramentas muito utilizadas atualmente quando o assunto é

valuation e análise de desempenho de empresas com capital aberto na bolsa de valores, são elas: MVA e EVA.

Segundo, contribuir com material acadêmico na área de análise de desempenho, ainda pouco explorada por acadêmicos e professores.

Soma-se a isto o fato do autor deste trabalho atuar na área de concessão de crédito para Pessoa Jurídica e com este estudo ampliará seus conhecimentos sobre o assunto e fará com que possa desenvolver uma nova modalidade de análise para concessão de crédito.

2 Bematech: do surgimento até os dias atuais

A história da empresa Bematech começa em 1989 quando os sócios fundadores Marcel Malczewski e Wolney Betiol tiveram seu projeto de sistemas de impressão matricial aceito na recém criada Incubadora Tecnológica de Curitiba.¹

Em 1990 foi construída a Bematec e em 1991, após várias frustrações para obter recursos financeiros em órgãos públicos nacionais, os sócios decidem recorrer a iniciativa privada, admitindo seis novos sócios. Com isto, em setembro de 1991 a empresa se transforma em Bematech Indústria e Comércio de Equipamentos Eletrônicos S/A.¹

Com os olhos no mercado para modularização de automação bancária que surgia no Brasil a Bematech foi a primeira empresa brasileira a se aventurar neste segmento e começa a fabricar as mini-impressoras em larga escala e é a primeira a fornecer Blocos Impressores integrados para terminais de autoatendimento.¹

Em 1995 a empresa começa a expandir seu mercado e inaugura uma filial em São Paulo para atender seus principais clientes.¹

Em 1996 a Bematech começa a ofertar seus produtos para o segmento de Varejo e Distribuidores que já revendiam ou agenciavam vendas de mini-impressoras.¹

O ano de 1997 marca mais uma transformação para a empresa, pois a Bematech foi a primeira empresa no Brasil a desenvolver o primeiro Bloco Impressor com tecnologia de impressão térmica.¹

Mas foi no ano 2000 que a empresa se firma como uma das grandes no setor de tecnologia de impressoras fiscais com a explosão de vendas deste produto, alcançando a marca de 63 milhões de reais de faturamento, totalizando 50% do mercado das impressoras instaladas. Este aumento nas vendas tem uma motivação legal, pois com a sanção da Lei Complementar nº 53 de 26 de dezembro de 1997 as empresas que exercem a atividade de venda ou revenda de bens a varejo e as empresas prestadoras de serviços estão obrigados ao uso de equipamento emissor

¹ Dado disponível em: < <http://www.bematech.com.br/> > . Acesso em 04 de outubro de 2012.

de cupom fiscal e o prazo para adaptação de todas as empresas se expirava em dezembro de 2001.¹

Este ano também marca o começo da preparação da empresa para a abertura do capital na Bolsa de Valores, pois foi dado início a reformulação do estatuto social e adaptação às regras do novo mercado da Bovespa.¹

Em 2002 a Bematech amplia sua linha de produtos para automação comercial, pois adquiriu o direito de comercializar os produtos da Yanco, empresa concorrente e líder de mercado no segmento de caixas registradoras. Outro marco da empresa neste ano foi vencer a licitação junto ao Tribunal Superior Eleitoral para fornecimento de impressoras para as urnas eletrônicas.¹

O ano de 2002 também marca a construção de uma nova unidade fabril em Manaus.¹

Contudo o ano de 2005 marca a mudança no foco da empresa que passa a vender soluções em automação comercial. Assim a Bematech começa a comercializar conjuntos de equipamentos completos. Este ano também deve ser lembrado devido a abertura da nove filiais no Brasil, desta forma a empresa passou a atender a todo o território nacional.¹

Já 2006, um ano antes da abertura do capital na Bolsa de Valores, marca a consolidação da Bematech no mercado brasileiro com a aquisição de três empresas, são elas: GSR7, Gemco e C&S. Isto fez com que o portfólio de produtos e serviços oferecidos pela empresa aumentasse.¹

Em 2007 a empresa inicia sua internacionalização com a inauguração da subsidiária em Buenos Aires, na Argentina, e abertura da Bematech Europe GmbH, em Berlim, na Alemanha. E em abril desse mesmo ano foi realizado a abertura do Capital na Bolsa de Valores no Novo Mercado da Bovespa. Este fato garante que a empresa prática as melhores práticas de governança corporativa e também viabilizou injeção de recursos, gerando assim a manutenção de seu crescimento.¹

Com os recursos adquiridos através da abertura de capital que havia ocorrido em 2007 a Bematech em 2008 adquiriu cinco novas empresas ampliando mais ainda

seu portfólio e mercado de atuação. As empresas adquiridas foram: Rentech, Snack Control, CMNet, MisterChef e Logic Controls em Nova York, EUA.¹

Por fim, em 2010 a empresa lança uma nova marca e consolida o posicionamento da empresa como provedora de soluções completas em tecnologias para o varejo.¹

Esta história se assemelha a de várias empresas de tecnologia que surgiram no Vale do Silício, Califórnia, EUA, onde inúmeras empresas ligadas ao setor de tecnologia da informação, computação e informática começaram.

Entre elas pode-se citar Apple, Google e Facebook, que em poucos anos se tornaram grandes empresas com alcance internacional.

A semelhança entre elas é que todas surgiram do desejo de estudantes de terem seu próprio negócio e pela conquista de forma rápida de seus sonhos.

Todos estes fatos demonstram a importância da empresa no âmbito nacional e paranaense e consolidam a empresa como uma das mais importantes no Brasil.

3 Referencial Teórico

Serão expostas neste capítulo algumas das metodologias utilizadas para determinar o valor de uma empresa. São elas: Métodos patrimoniais e critérios de mensuração de ativos; Método de múltiplos de mercado; Métodos de fluxo de caixa descontado e Avaliação de desempenho pelo EVA e MVA.

Estes métodos de análises são utilizados pelos investidores visando avaliar o risco, o retorno e o custo de oportunidade do investimento.

Como todo o investimento é voltado para resultados futuros, os investidores se utilizam de tais métodos para quantificar o risco e o retorno que obterão, assim podem minimizar perdas, haja vista que todo o investimento incorre num certo grau de risco, pois se analisa a hipótese de ocorrência no futuro, ou seja, se utiliza da probabilidade de ocorrer ou não os acontecimentos analisados no presente.

Assaf Neto (2010, p. 183) cita que, “a ideia de risco, de forma mais específica, esta diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda.”

3.1 Métodos patrimoniais e critérios de mensuração de ativos

Este método utiliza-se dos Balanços Patrimoniais, conforme elaborados pela contabilidade, para determinar o valor da empresa, tomando-se por base o montante do seu Patrimônio Líquido.

Conforme Assaf Neto (2010, p. 634)

Os métodos patrimoniais destacam o valor da empresa com base no valor do respectivo patrimônio líquido. Pela identidade contábil fundamental, o valor patrimonial é medido pela diferença entre o valor de seus ativos e o montante de suas obrigações (passivo). O valor da empresa é obtido pela soma do patrimônio líquido com o valor do passivo.

Uma das dificuldades ressaltadas pelo autor na utilização deste método está na mensuração/avaliação dos ativos e conseqüentemente determinação do patrimônio líquido de uma empresa, conforme veremos a seguir.

Conforme Assaf Neto (2010, p. 634) os principais conceitos de mensuração são: O Valor Contábil, O Valor de Realização de Mercado, O Valor Realizado Líquido, o Valor de Liquidação e o Valor de Reposição.

O autor destaca que “o valor contábil está fundamentado no princípio do custo histórico dos ativos, ou seja, no valor registrado no momento de sua aquisição ou elaboração.”

O conceito puro admite-se neste caso a hipótese de preços constantes e do denominador comum monetário, ou seja, não considera nenhuma correção monetária nos valores dos ativos.

Contudo, uma importante restrição a este método (Assaf Neto, 2010, p. 635) “decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (ocorridos), e não em expectativas futuras de resultados.”

Já o conceito do valor de realização de mercado (Assaf Neto, 2010, p.635) “determina o valor possível dos ativos da empresa de serem realizados individualmente em condições normais de transações dentro de um mercado organizado [...]”

A dificuldade aqui está no fato de não ser levado em consideração a possível sinergia dos ativos, pois fixa sua avaliação no valor pecuniário da realização dos ativos.

O valor realizado líquido, para Hendriksen e Breda (1997, p. 310 *apud* Assaf Neto, 2010, p.636), “é medido pela diferença entre o valor corrente de venda do ativo e todos os custos e despesas incrementais previstos relacionados com a transação de venda e entrega (comissões, fretes, produção, embalagens etc.) exceto os de natureza fiscal.”

O valor de liquidação, conforme Assaf Neto (2010, p.636) “representa o resultado que se obteria de um eventual encerramento das atividades da empresa, e sujeitos aos preços de realização vigentes no mercado.”

Ressalta o autor que neste caso deve-se inclusive considerar as obrigações ocultas, que não são registradas pela contabilidade, como por exemplo, o passivo trabalhista.

Por último, chegamos ao valor de reposição que “equivale ao preço corrente de repor todos os ativos em uso da empresa, ou seja, o custo baseado nos valores de mercado dos diversos ativos em avaliação, admitindo-se que se encontram em estado de novo.” (ASSAF NETO, 2010, p.636)

Entretanto, os métodos patrimoniais como forma de avaliação de uma empresa não é considerada a melhor forma de avaliação. Segundo Assaf Neto (2010, p. 642), “o valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro, do que ele é capaz de produzir de valor (riqueza), e não do custo de seus ativos.”

3.2 Método de múltiplos de Mercado

Este método é considerado como uma avaliação relativa, em comparação ao método do fluxo de caixa, pois o objetivo é avaliar os ativos em comparação a ativos similares no mercado para assim ter uma base de sua precificação.

Damodaran (2004, p. 630) destaca que neste método

Para comparar os valores de ativos ‘similares’ no mercado, precisamos padronizar os valores de alguma forma. Eles podem ser padronizados em relação aos lucros que geram, ao valor contábil, ou ao valor de reposição dos próprios ativos, ou ainda às receitas brutas que geram.

Conforme Assaf Neto (2010, p. 646) “o múltiplo é estimado a partir de precificações feitas em empresas comparáveis, destacando quanto o mercado estaria disposto a pagar pela empresa em avaliação.”

Damodaran (2004, p. 632) exalta que “quando usamos múltiplos, tendemos a usá-los em combinação com empresas ‘similares’, para determinar o valor de uma empresa ou o seu patrimônio líquido.”

Para o autor

Esta análise começa com duas decisões – o múltiplo que será usado na análise e o grupo de empresas que irão formar as empresas similares. O múltiplo é calculado para cada uma das empresas similares, e a seguir a média é calculada. Para avaliar uma empresa isoladamente, comparamos seu múltiplo com a média calculada. Se ele é significativamente diferente, fazemos um julgamento subjetivo sobre as características individuais da empresa (crescimento, risco e fluxo de caixa) e se elas podem explicar a diferença.

Contudo este método apresenta dificuldades para ser posto em prática, ainda mais no Brasil que possui um mercado muito fechado e as informações financeiras das empresas não estão disponíveis, com exceção das empresas cotadas em bolsa.

Damodaran (2004, p. 632) ressalta que “este método torna-se mais difícil de aplicar quando há relativamente poucas empresas em um setor.”

Para ele “na maioria dos mercados fora dos Estados Unidos, o número de empresas de capital aberto em um setor particular, especialmente se ele for definido estritamente, é pequeno.”

Assaf Neto (2010, p. 646) também faz ressalvas sobre o método. Para ele

Uma dificuldade do método de Múltiplos de Mercado é identificar no mercado empresas similares, que poderiam ser usadas como referência de avaliação. [...] Empresas de um mesmo setor de atividade diferenciam-se geralmente quanto ao risco, tamanho, perfil de clientes, tecnologia, poder de ganho futuro, etc.

3.3 Método de fluxo de caixa descontado

Este método é amplamente usado por analistas e empresários, pois é utilizado para análise tanto de viabilidade de projetos internos das empresas quanto para análise de novos empreendimentos.

Para Assaf Neto (2010, p. 647) “o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor.”

Conforme Damodaran (2004, p. 257) “regras para tomada de decisões sobre investimentos, baseadas em fluxos de caixa descontados, não apenas substituem o lucro contábil por fluxos de caixa como também consideram explicitamente o valor do dinheiro no tempo.”

Na visão de Assaf Neto (2010, p. 648) neste método estão incorporados os três princípios fundamentais para estabelecer um critério ótimo para a tomada de decisão sobre um investimento, são eles:

- A análise é com base em fluxos de caixa operacionais;
- O risco é incorporado na análise; e
- A decisão é tomada com base no valor presente do ativo utilizando-se uma taxa de desconto para remunerar os proprietários do capital.

Schmidt *et al* (2006, p. 161) explica que:

O valor presente líquido de um investimento é determinado através da soma de todos os seus fluxos de caixa descontados para a data de início do projeto. [...] A taxa de desconto i é a taxa que os investidores exigiram para aplicar o seu dinheiro em projetos com o nível de risco do projeto em estudo.

Conforme Assaf Neto (2010, p. 335):

A medida do valor presente líquido é obtida pela diferença entre o valor presente dos benefícios líquidos de caixa, previstos para cada período do horizonte de duração do projeto, e o valor presente do investimento (desembolso de caixa).

Para Damodaran (2004, p. 257) “o valor presente líquido (VPL) de um projeto é soma dos valores presentes de cada um dos fluxos de caixa – tanto positivos como negativos – que ocorrem ao longo da vida do projeto.”

Estas considerações são reforçadas por Copeland *et al* (2005, p306) conforme exposto abaixo. Para ele:

A regra do Valor Presente Líquido é um modelo de tomada de decisão [...]. Ele estima os fluxos de caixa esperados durante a vida de um projeto, digamos, em oito anos, descontado a uma taxa que pondere o custo médio do capital, WACC, subtraindo o investimento inicial, I_0 , e se a resposta for positiva, o pressuposto é que a riqueza dos acionistas irá aumentar e o projeto deve ser aceito.²

Assaf Neto (2010, p. 648) também salienta que “o método do FCD incorpora o pressuposto de que um investidor somente abre mão de um consumo atual em troca de um consumo maior no futuro, [...]”

²The net present value rule is a model of decision making [...]. It estimates the expected cash flows over the life of a project, say, eight years, discounts them at the weighted average cost of capital, wacc, then subtracts out the initial investment, I_0 , and if the answer is positive, the assumption is that the wealth of the shareholders goes up and the project should be accepted.

O método do fluxo de caixa descontado é desenvolvido da seguinte maneira, segundo Assaf Neto (2010, p.648):

$$Valor = \frac{FCO_1}{(1+K)} + \frac{FCO_2}{(1+K)^2} + \frac{FCO_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FCO_N}{(1+K)^N}$$

“onde o Valor equivale ao valor econômico (presente) do investimento; FCO: fluxo de caixa operacional; K: taxa de desconto, que representa o custo médio ponderado de capital (WACC).”

Damodaran (2004, p. 257) demonstra uma fórmula diferente a de Assaf Neto, pois o autor desconta dos somatórios dos fluxos de caixas descontados o valor do investimento inicial, conforme indicado abaixo:

$$VPL \text{ do projeto} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{FC_t}{(1+r)_t} - \text{Investimento Inicial}$$

“onde:

$FC_t =$ Fluxo de caixa no período t

$r =$ Taxa de desconto

$N =$ Vida do projeto”

Ambas as fórmulas determinam o valor da empresa calculando-se o valor presente dos fluxos de caixa projetados sobre certo período de tempo, contudo uma empresa não gera fluxos de caixa apenas pelo período estimado.

Deve-se ter em mente a perpetuidade do negócio e para isto Assaf Neto (2010, p. 649) utiliza a fórmula “conhecida por modelo de Gordon”, que “permite apurar o valor presente de um fluxo de caixa perpétuo que apresenta um crescimento constante g .”

Segue abaixo a fórmula de Gordon:

$$Valor = \frac{FCO_1}{K - g}$$

Onde FCO_1 corresponde ao fluxo de caixa constante da empresa; K é a taxa de desconto e g significa a taxa de crescimento constante do negócio.

Ressalta o autor que a “perpetuidade é essencial na avaliação das empresas no atual ambiente de negócios, principalmente em razão de o valor da empresa ser constituído, em parcela expressiva, por seu valor residual.” (Assaf Neto, 2010, p. 661)

Nesse sentido “um enfoque muitas vezes adotado na avaliação de empresas é admitir que a agregação de valor ocorre somente no período de projeção explícita, estabilizando-se na perpetuidade a taxa de retorno ao nível do custo de oportunidade do capital investido.” (Assaf Neto, 2010, p.661)

3.4 Avaliação de desempenho pelo EVA e MVA

O EVA e MVA surgiram em resposta às deficiências dos modelos tradicionais de avaliação econômica que são utilizadas há vários anos.

Mesmo com a evolução dos modelos tradicionais de análise e a maior utilização dos sistemas computadorizados e das técnicas estatísticas, os acionistas estavam carentes de um modelo de avaliação que pudesse avaliar se as empresas, por eles investidas, estão gerando valor.

Bastos (1999), citado por Shimidt *et al* (2006, p. 41),

Faz menção às deficiências dos modelos tradicionais, bem como a tendência mundial de buscar novos mecanismos de avaliação de desempenho, destacando que os modelos tradicionais estão excessivamente apoiados em dados históricos oriundos da contabilidade e não consideram a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos sócios.

Monerry (2001), também citado por Schimidt *et al* (2006, p. 41),

Acrescenta que é cada vez maior o número de companhias em que a criação de valor para os acionistas está dentro os objetivos corporativos principais, assumindo, de uma vez por todas, que uma empresa precisa trabalhar para deixar os acionistas mais ricos.

Ressaltam Allen e Percival (2001, *apud* Schimidt *et al*, 2006, p. 41) a diferença entre empresas que buscam lucratividade e as que buscam geração de valor. Para eles há uma grande distinção entre empresas que se beneficiam de uma oportunidade de mercado e as que criam valor, pois a lucratividade no caso de uma

oportunidade de mercado está centrada em condições nos mercados que envolvem clientes, concorrência e o ambiente econômico geral. Caso ocorra alguma mudança nestas premissas e a empresa não modifique sua estratégia, elas acabam por perder sua vantagem e estão fadadas ao desaparecimento.

Contudo, empresas que geram valor fazem isto utilizando conjuntamente estratégias e resultados financeiros. Neste caso todos os administradores devem trabalhar tendo em mente a estratégia adotada pela empresa simultaneamente com os resultados financeiros. Assim, sempre estarão atentos a qualquer alteração no mercado.

Conforme Shimidt et al (2006, p. 43)

EVA é um sistema de gestão financeira que mede o retorno que capitais próprios e de terceiros proporcionam aos seus proprietários. Ele mede a diferença entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital.

Assaf Neto também faz comentários em seu livro sobre este método, com uma diferença. Em seu livro o autor se refere ao EVA como VEA que significa Valor Econômico Agregado.

Para Assaf Neto (2010, p. 153) o VEA é o principal direcionador de valor de uma empresa, pois é um indicador da remuneração oferecida ao capital investido que excede ao retorno mínimo exigido por seus acionistas.

Segundo Assaf Neto (2010, p. 152)

O VEA pode ser entendido como o resultado apurado pela sociedade que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas). É um indicador sobre se a empresa está criando ou destruindo valor por meio de um resultado definido como supranormal por David Ricardo no início do século retrasado (1820).

Para Copeland *et al* (2005, p. 475)

A definição de EVA, uma marca registrada por Stern Stewart, também chamado de lucro econômico (EP), é o spread entre o retorno sobre o capital investido (ROIC) e o custo ponderado do capital (WACC), multiplicado pela quantidade de dólar do capital investido (*I*). $EP = EVA = (ROIC - WACC)I$.³

³ The definition of EVA, a trademark of Stern Stewart, also called economic profit (EP), is the spread between the return on invested capital (ROIC) and the weighted cost of capital (WACC) multiplied by the dollar amount of invested capital (*I*). $EP = EVA = (ROIC - WACC)I$.

Conforme Schmidt *et al* (2006, p. 47) a ideia da análise através do EVA é verificar se os acionistas estão tendo um ganho que recompense os riscos incorridos, ou seja, deve se considerar não só o custo dos capitais de terceiros, mas também o relativo ao capital próprio, que podemos determinar como sendo o custo de oportunidade do acionista. Em outras palavras, deve haver lucro real para os acionistas.

Como exposto anteriormente, o EVA mede a geração de valor par a empresa, mas o que seria o MVA então?

O MVA, conforme Schmit *et al* (2006, p. 45), “é o valor atual dos futuros EVA. Seu objetivo é medir a valorização ou desvalorização da empresa em função da obtenção de EVA negativo ou positivo.”

Para Assaf Neto (2010, p. 155) o MVA “é uma avaliação futura, calculada com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial demonstrado pelo empreendimento em criar valor.”

Ressalta também o autor que

A medida de valor agregado pelo mercado (MVA – Market Value Added) reflete a expressão monetária da riqueza gerada aos proprietários de capital determinada pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores a seu custo de oportunidade. Reflete dentro de outra visão, quanto a empresa vale adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado (ou a valores históricos corrigidos, conforme é geralmente usado).

Para Ehrbar (1999, p. 36), citado por Schmidt *et al* (2006, p. 45),

MVA poder ser conceituado como a diferença entre entrada e saída de caixa – entre aquilo que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente. Como tal, o MVA é montante acumulado pelo qual a empresa valorizou ou desvalorizou a riqueza dos acionistas.

Milbourn (2001, p. 134) “entende que o MVA pode ser definido como ‘a diferença entre o valor de mercado da organização e o valor contábil (ajustado) de seus ativos.’” (2001, p. 134 *apud* Schmidt, 2006, p. 45)

Malvessi (2000, *apud* Schmidt *et al*, 2006, p. 46)

Comenta que o MVA reflete os resultados financeiros, demonstrando se a empresa criou ou destruiu riqueza. Demonstra, portanto, o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento, como também os resultados futuros do EVA trazidos a valor presente.

Ressalta Schmidt *et al* (2006, p. 46) que

O MVA é uma medida de avaliação de desempenho que por si só não aumenta ou diminui o valor da empresa, mas procura satisfazer a um dos grandes anseios dos proprietários do capital: avaliar, através dos resultados obtidos, se o valor da organização onde investiram seus recursos está aumentando ou diminuindo.

É destacado por Schmidt *et al* (2006, p. 214) as seguintes vantagens do EVA e MVA como forma de avaliação de desempenho econômico:

- Apuração do verdadeiro custo dos capitais empregados;
- Mensuração do lucro econômico;
- Descarte de projetos inviáveis economicamente, dando prioridade para os projetos mais rentáveis;
- Redução de custos e perdas, através da eliminação dos de ativos improdutivos;
- Foco na geração de riqueza para os acionistas;
- Preocupação dos administradores com o custo do capital empregado.

Contudo estes métodos também possuem desvantagens, que são ressaltadas por Milbourn (2001, p. 134, *apud* Schmidt *et al*, 2006, p. 215), são elas:

- Restrição ao crescimento da empresa, pois as expectativas por obtenção de resultados rápidos pode inviabilizar que projetos de maior vulto sejam postos e prática;
- Dificuldade na obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras pois quanto mais endividadas as empresa maior o risco;
- Foco na geração de lucros;
- Gestão apenas com propósitos econômicos.

Este último tópico das desvantagens é também criticado por Geus (1999, *apud* Schmidt *et al*, 2006, p. 215). O autor destaca que as empresas que focam sua gestão na geração de valor buscam gerar o máximo de resultados possíveis utilizando-se o mínimo de recursos. Neste tipo de empresa as pessoas são vistas como ativos. Devido a isto, os investimentos neste ativo são mantidos nos menores níveis possíveis para viabilizar o máximo de retorno.

Na visão do autor este tipo de empresa, que foca única e exclusivamente a geração de lucro, deixa de considerar seu objetivo principal, que é servir a sociedade como agregadora de bem estar social a todos.

Este fato é comprovado através das Demonstrações de Resultado informado abaixo.

A empresa apresentou queda em sua Receita Líquida em 2011 atingindo o montante de R\$ 295.032 milhões, ante uma Receita Líquida em 2010 no montante de R\$ 326.040 milhões.

Além disto, há um lançamento na conta Outras (despesas) receitas operacionais que totalizam R\$ 69.055 milhões referente à Baixa de Ágio por Imparidade. Esta despesa é o maior indicador da causa do prejuízo no resultado da Companhia, pois representa 20,35% da Receita líquida.

Tabela 2 - Demonstrações de Resultado anos 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.

BEMATECH S.A.					
DEMONSTRATIVO DE RESULTADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007, 2008, 2009, 2010 E 2011					
(valores expressos em milhares de reais)					
	2007	2008	2009	2010	2011
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	243,893	317,863	330,391	326,420	295,032
Custo dos produtos vendidos e serviços prestados	(120,372)	(175,225)	(197,544)	(191,236)	(184,983)
LUCRO BRUTO	123,521	142,638	132,847	135,184	110,049
RECEITAS (DESPESAS) OPERACIONAIS:					
Vendas	(44,723)	(50,801)	(49,850)	(45,368)	(50,869)
Administrativas e gerais	(36,406)	(35,539)	(47,102)	(55,314)	(46,800)
Honorários da Administração		(3,308)	(4,541)	(4,894)	(7,324)
Outras (despesas) receitas operacionais	(26,536)	(2,609)	(3,596)	295	(87,620)
Receita de subvenção de incentivos fiscais		11,944	11,007	15,261	16,908
Amortização de ágio	(20,135)	(27,208)			
	(127,800)	(107,521)	(94,082)	(90,020)	(175,705)
LUCRO (PREJUÍZO) ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS E EQUIV PATRIMONIAL	(4,279)	35,117	38,765	45,164	(65,656)
Despesas financeiras		(12,359)	(9,997)	(7,675)	(12,938)
Receitas financeiras	19,183	31,454	10,423	8,517	12,171
Resultado da equivalência patrimonial	(12,578)	-	-	-	-
Resultado não operacional	74				
	6,679	19,095	426	842	(767)
LUCRO (PREJUÍZO) ANTES DOS IMPOSTOS	2,400	54,212	39,191	46,006	(66,423)
Imposto de renda e contribuição social correntes	(7,160)	(16,380)	(5,691)	(2,812)	(3,467)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	115	(4,391)	(5,513)	(8,923)	27,462
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(4,645)	33,441	27,987	34,271	(42,428)
Lucro (prejuízo) líquido atribuível aos:					
Acionistas controladores	(4,645)	33,441	27,987	34,271	(42,428)
Acionistas não controladores	(704)		-	(4)	8
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(5,349)	33,441	27,987	34,267	(42,420)

Fonte: Dados internos da empresa

Somam-se a estes indicadores os resultados dos índices de liquidez e de atividade que também apresentaram piora ao longo do período de análise.

Conforme observado abaixo, constata-se que os índices de liquidez corrente, liquidez seca e liquidez imediata diminuíram de 2007 até 2011.

Tabela 3 - Análise de liquidez.

			2007	2008	2009	2010	2011
Liquidez							
Liquidez Corrente =			4.16	3.62	2.79	3.70	2.79
Liquidez Seca =			3.92	3.14	2.49	3.25	2.43
Liquidez Imediata =			2.62	1.62	0.95	1.37	0.97

Fonte: O autor.

Também se verifica a piora dos índices de atividade. Ocorreu aumento no prazo médio de recebimentos, aumento no prazo médio dos estoques e uma pequena melhora no prazo médio dos fornecedores, conforme informado abaixo.

Tabela 4 - Prazos médios de atividade

			2007	2008	2009	2010	2011
Atividade							
Prazo Médio de Recebimento =			90	105	104	106	121
Prazo Médio dos Estoques =			52.5	69.8	38.7	48.3	60.0
Prazo Médio dos Fornecedores =			53	43	38	31	44

Fonte: O autor.

Contudo apenas estas informações não são suficientes para informar se desde a abertura do capital na bolsa de valores até o fechamento contábil do ano de 2011 as estratégias utilizadas pela Bematech resultaram em ganhos de valor tanto para os acionistas quanto para a empresa.

Desta forma serão utilizados os métodos EVA e MVA para analisar o desempenho da empresa ao longo dos anos analisados.

4.1 Análise da empresa Bematech pelo método do EVA

Para calcular se houve geração de valor aos acionistas pela empresa Bematech, primeiramente foi necessário calcular qual seria o custo do capital próprio

e o custo do capital de terceiros para identificar qual o custo ponderado do capital da companhia.

Para o cálculo do custo do capital próprio utilizou-se à fórmula abaixo (Schmidt *et al*, 2006, p. 220):

$$Ra = Rf + \text{beta} \times (Rm - Rf)$$

Sendo:

Ra = retorno exigido pelo o ativo

Rf = taxa de retorno livre de Risco

Beta = coeficiente beta ou índice não diversificável para o ativo

(Rm – Rf) = prêmio histórico de risco do mercado

A taxa livre de risco utilizada neste trabalho foi 90% da Selic. Para o prêmio histórico de risco o indicador empregado foi o risco Brasil. Para ambos os indicadores a base foi o último dia do ano. E para o cálculo do Beta utilizou-se à covariância entre a variação das ações negociada na bolsa de valores da Bematech e a variação do índice IBOVESPA dividido pela variância do índice IBOVESPA.

Abaixo os resultados encontrados para o retorno exigido pelo capital.

Tabela 5 - Custo do Capital.

CUSTO DO CAPITAL	2007	2008	2009	2010	2011
Tx livre de Risco (90% daSELIC Brasil)	10.13%	12.38%	7.88%	9.68%	9.90%
Beta	0.79	0.45	0.24	0.34	0.41
Risco Brasil	2.22%	4.18%	1.96%	1.86%	2.08%
Ke = Ra = RFR + Beta x (Rm - Rf)	11.88%	14.27%	8.35%	10.31%	10.76%

Fonte: O autor.

Para o custo do capital de terceiros o método utilizado foi o custo ponderado dos empréstimos, ou seja, empregou-se a taxa anualizada de todos os empréstimos destinada para investimentos, tanto de curto quanto de longo prazo, multiplicada pela proporção do montante deste empréstimo.

Abaixo os indicadores utilizados:

Tabela 6 - Indexadores dos empréstimos (Curto e longo prazo).

Indexadores	2007	2008	2009	2010	2011
BNDES Finame automatico - TJLP + 4%	10.375%	10.250%	10.150%	10.00%	9.7498%
Custo fiança BNDES				2.00%	2.00%
FINEP	6.375%	11.250%	11.150%	5%	5%
BNDES PROSOFT				7.5%	7.2498%
BNDES Capital inovador				4.50%	4.50%
BNDES Internacionalização				5.979%	5.410%
FINAME Itaú Pin Pad				4.50%	4.50%
Leasing Financeiro	20.04%				
Custo fiança FINEP/BNDES	1.32%	1%	1.00%		
Custo fiança ITAÚ BBA - 2% a.a.	2%				
Adiantamento FINEP Investimento		1%	1.00%		

Fonte: O autor.

Com base nestes indexadores e no montante de recursos obtidos para cada modalidade de empréstimos calcula-se o custo ponderado do capital de terceiros, conforme indicado na tabela abaixo:

Tabela 7 - Custo do capital de terceiros.

	Custo			Custo			Custo			Custo					
	2007	% do total	Ponderado	2008	% do total	Ponderado	2009	% do total	Ponderado	2010	% do total	Ponderado	2011	% do total	Ponderado
Endividamento Moeda Nacional															
BNDES Finame automatico - TJLP + 4%	18,024	74.89%	7.77%	13,627	71.88%	7.37%	9,191	67.70%	6.87%	4,737	21.19%	2.12%	1,164	3.92%	0.38%
Custo fiança BNDES										31	0.14%	0.00%	62	0.28%	0.01%
FINEP	5,226	21.72%	1.38%	5,265	27.77%	3.12%	4,095	30.16%	3.36%	2,925	13.09%	0.65%	1,755	5.90%	0.30%
BNDES PROSOFT										6,433	28.78%	2.16%	14,449	48.61%	3.52%
BNDES Capital inovador										1,872	8.38%	0.38%	3,421	11.51%	0.52%
BNDES Internacionalização										4,674	20.91%	1.25%	6,058	20.38%	1.10%
FINAME Itaú Pin Pad										1,678	7.51%	0.34%	2,796	9.41%	0.42%
Leasing Financeiro	24	0.10%	0.02%			0.00%									
Custo fiança FINEP/BNDES	792	3.29%	0.04%	65	0.34%	0.00%	59	0.43%	0.00%						
Custo fiança ITAÚ BBA - 2% a.a.	0	0.00%	0.00%			0.00%									
Adiantamento FINEP Investimento				0	0.00%	0.00%	231	1.70%	0.02%						
Total	24,066	100%	9.22%	18,957	100%	10.50%	13,576	100%	10.26%	22,350	100%	6.90%	29,725	100.0%	6.25%
Kd Custo das Dívidas			Kd 2007			Kd 2008			Kd 2009			Kd 2010			Kd 2011

Fonte: O autor.

Em posse dos resultados do custo do capital de terceiros e do custo do capital próprio calcula-se o custo ponderado do capital para os anos em análise. Para isto foi utilizada a forma mencionada abaixo: (Schmidt *et al*, 2006, p. 225)

$$\text{Custo ponderado do capital} = (\text{Patrimônio Líquido/Capital Total}) \times K_e + (\text{Dívidas total/Capital Total}) \times K_d \times (1 - T_c)$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio

K_d = Custo do Capital de Terceiros

T_c = Taxa de Imposto de Renda e Contribuição Social

Abaixo os resultados do custo ponderado do capital da empresa Bematech.

Tabela 8 - Custo Ponderado do Capital.

Saldo da Dívida	2007	2008	2009	2010	2011
Ke	11.88%	14.27%	8.35%	10.31%	10.76%
Kd	9.22%	10.50%	10.26%	6.90%	6.25%
Custo Ponderado do Capital	9.9%	13.9%	8.3%	10.0%	10.2%

Fonte: O autor.

Após o cálculo do custo ponderado do capital deve-se calcular a Rentabilidade do Ativo Operacional Líquido que é calculado conforme a fórmula abaixo:

$$\text{Rentabilidade do ativo operacional líquido} = \frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{\text{Ativo operacional líquido}}$$

Através desta fórmula se obtêm os seguintes resultados:

Tabela 9 - Rentabilidade do Ativo Operacional Líquido.

	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilidade do Ativo Operacional Líquido	-2.85%	10.81%	8.25%	9.62%	-15.20%

Fonte: O autor.

Por fim calcula-se o desempenho por EVA da empresa Bematech, e para isto basta seguir a fórmula abaixo:

$$\text{EVA} = (\text{Rentabilidade do ativo operacional líquido} - \text{Custo ponderado do capital}) \times \text{Ativo operacional líquido}$$

Abaixo os resultados obtidos:

Tabela 10 - EVA da empresa Bematech.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011
EVA	(24,022)	(9,591)	(215)	(1,462)	(70,919)

Fonte: O autor.

Verifica-se que ao longo do período analisado não houve geração de valor e o mercado não deixou este fato passar despercebido.

Se comparado o valor das ações ao longo do mesmo período concluirá que elas seguiram a mesma tendência do EVA.

Tabela 11 - Preço das ações no último dia do ano.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011
Fechamento último dia útil do ano	9.30	5.79	8.29	8.65	3.91

Fonte: O autor.

Nota-se que quando o resultado do EVA esteve mais próximo de zero as ações se valorizaram, como pode ser visto nos anos de 2009 e 2010, contudo quanto mais negativo foi o resultado por EVA, mais as ações se desvalorizaram, conforme os anos de 2008 e 2011.

O ano de 2007 pode dar a impressão que o mercado não soube avaliar os preços das ações com base no EVA, mas deve-se ter em mente que este ano marca o início da empresa Bematech na bolsa de valores de São Paulo e as ações começaram a ser negociadas no primeiro dia da abertura do capital, em 19/04/2007, à R\$ 16,30 e fecharam o ano valendo R\$ 9,30.

Isto significa que o mercado também acabou por avaliar as ações em 2007 através do desempenho da companhia para gerar valor aos acionistas, pois neste mesmo ano houve uma desvalorização de 42,94% nos preços das ações.

4.2 Análise da empresa Bematech pelo método do MVA

Outra forma de analisar o desempenho de uma empresa é através do MVA.

Conforme Malvessi (2000, *apud* Schmidt *et al*, 2006, p. 46) o MVA demonstra o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento. Também, conforme o autor, pode-se deduzir que o MVA é o resultado futuro dos EVA trazidos a valor presente.

Se o EVA for positivo, a empresa valoriza-se, caso o EVA seja negativo, o valor da empresa sofre desvalorização. (Schmidt *et al*, 2006, p. 212)

Com este método pode-se identificar se a empresa criou ou destruiu riqueza ao longo dos anos.

Para calcular o MVA deve-se subtrair do valor de mercado o capital investido, conforme exposto abaixo.

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado} - \text{Capital total}$$

No presente trabalho para calcular o valor de mercado da empresa Bematech bastou multiplicar o número de ações pelo seu valor negociado no último dia de cada ano de análise.

Na tabela abaixo o número de ações e o MVA estão informados em milhões de Reais.

Tabela 12 - MVA da empresa Bematech.

ANO	2007	2008	2009	2010	2011
MVA	159,644	(71,481)	61,907	68,571	(142,188)
Numero de Ações	54,266	54,266	54,266	54,266	51,440
Fechamento último dia útil do ano	9.30	5.79	8.29	8.65	3.91

Fonte: O autor.

Observa-se que ao longo do período em análise a empresa acabou perdendo valor nos anos de 2008 e 2011.

Se comparado o resultado obtido com a análise por MVA com os dados disponibilizados nos Balanços Patrimoniais, conforme demonstrado abaixo, se identifica que o mercado acaba por não dar importância ao valor contábil da empresa.

Tabela 13 - Patrimônio Líquido empresa Bematech.

PASSIVO	2007	2008	2009	2010	2011
PATRIMÔNIO LÍQUIDO:					
Capital social	338,000	344,601	344,601	344,601	344,601
Reservas de capital	6,601	1,910	3,121	2,292	1,569
Reservas de lucros	5,778	47,924	65,703	65,962	66,502
Ações em tesouraria		(8,754)	(15,329)	-	(1,324)
Ajustes acumulados de conversão		-	(10,138)	(12,025)	(8,702)
Prejuízo acumulado	(5,349)		-	-	(59,328)
	345,030	385,681	387,958	400,830	343,318
Total	455,919	516,864	504,912	502,539	465,793

Fonte: Dados internos da empresa

Nota-se que em 2008, quando o Patrimônio Líquido obteve seu maior resultado, a análise por MVA apresentou grande perda de valor no montante de R\$ 71.481 milhões. Este ano também foi o de maior valor dos ativos, totalizando R\$ 516.864 milhões.

Outro ponto que destaca o fato do mercado não dar maior importância apenas às informações disponíveis no Patrimônio Líquido é o fato que em 2011 esta mesma conta totalizava R\$ 343.318 milhões, R\$ 1.172 milhões a menos que o informado em 2007, contudo o resultado da análise por MVA em 2011 apresentou desvalorização da empresa de R\$ 142.188 milhões.

Conforme Geus, para gestores que focam resultados por EVA e MVA o importante é a geração do máximo de lucros possíveis com o mínimo de recursos. Esse tipo de empresa é gerenciada principalmente em função do lucro. (199, *apud* Schmidt *et al*, 2006, p. 215)

Com base nesta informação observa-se que o ano de 2011, que apresentou prejuízo acentuado, conforme indicado abaixo, foi o ano em que o resultado da análise através do MVA foi mais negativo.

Tabela 14 - Lucro (prejuízo) líquido do exercício.

	2007	2008	2009	2010	2011
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(4,645)	33,441	27,987	34,271	(42,428)

Fonte: Dados internos da empresa

Vale ressaltar que mesmo tendo gerado lucro líquido em 2008, a empresa Bematech apresentou MVA negativo no montante de R\$ 71.481 milhões. Este fato merece uma observação, pois em 2008 o mundo se deparou com uma das maiores crises financeiras, se assemelhando a crise de 1929, e as consequências desta crise foi a desvalorização de todas as ações negociadas na bolsa de valores.

Isso fez com que o valor de mercado das empresas cotadas na Bolsa de Valores brasileira em 2008 se diluísse. Conforme notícias do período, em outubro de 2008 as empresas brasileiras já haviam perdido R\$ 513 bilhões em valor de mercado.

Ou seja, o ano de 2008 deve ser analisado com ressalva, pois o mercado mundial passava por um momento de incerteza e os valores das empresas acabaram por sofrer desvalorizações anormais.

Conforme a tabela 13 pode-se observar que a empresa obteve um ano economicamente bom, com crescimento na Receita Líquida de 30,32%, redução de 15,86% em suas despesas operacionais e geração de lucro totalizando R\$ 33.441 milhões.

Com base nessas informações, os resultados obtidos pela análise por EVA e MVA no ano de 2008 devem ser analisados com mais atenção.

5 Conclusão

O objetivo central deste trabalho de conclusão do curso de especialização de Contabilidade e Finanças é demonstrar que atualmente as empresas são analisadas não mais apenas pela geração de lucro, ou pelo baixo endividamento, tanto de curto quanto de longo prazo, ou até mesmo pelos índices de atividade e financeiros.

Hoje as empresas também são analisadas pela capacidade de agregar valor para a empresa e aos acionistas.

Um fato muito importante desta nova modalidade de análise é a consideração o custo do capital próprio no cálculo.

Deve-se ressaltar que ao longo do período estudado há um ano que foge completamente a regra devido à crise financeira mundial que acabou por desorientar todo o mercado, gerando pânico e depressão em vários países desenvolvidos, entre eles a maior potência econômica do mundo, os Estados Unidos das Américas.

Conforme foi observado em 2008 a empresa Bematech obteve ótimos resultados, aumentando suas receitas, gerando lucro, aumentando sua participação no mercado, contudo o preços de suas ações caíram 37,74%. Fato este que não se explica apenas pelas análises econômicas e financeiras.

E após esta ressalva pode-se concluir que o método de análise através do EVA e MVA são hoje ferramentas de suma importância para os analistas e consultores, pois com estes dois indicadores é possível observar se as atividades da empresa geram valor a companhia e aos acionistas.

Neste presente trabalho, pode-se verificar (tabela 10) que a empresa Bematech não gerou valor aos acionistas desde sua abertura de capital na bolsa de valores. O máximo atingido foi gerar resultado de EVA próximo a zero nos anos de 2009 e 2010.

Com relação ao resultado do MVA, verifica-se que os anos em que o EVA esteve mais próximo a zero foram os períodos que a Bematech mais adicionou valor a empresa.

Com base nisso, era de se esperar que os preços das ações se recuperassem em 2009. Os valores das ações saíram de um patamar de R\$ 5,79 em dezembro de 2008 atingindo ao final de 2009 o valor de R\$ 8,29. Isto representou uma valorização de 43,17%.

Em 2010, com um EVA novamente próximo a zero, os preços das ações se mantiveram quase no mesmo patamar, fechando o ano sendo cotadas a R\$ 8,65. Este mesmo ano também acabou por gerar MVA positivo.

Contudo em 2011 a companhia gerou prejuízo na ordem de 14,4% de sua Receita Líquida. Este resultado negativo resultou no EVA negativo de R\$ 70.919 milhões. Isto desencadeou desvalorização das ações na ordem de 54,80% e uma perda de valor da empresa na ordem de R\$ 142.188 milhões.

Com base em todos estes dados pode-se concluir que há grande relação entre os resultados da análise por EVA com o resultado da análise por MVA, para a empresa Bematech, ou seja, identifica-se que os analistas acabaram por avaliar a companhia através da geração de valor aos acionistas e para a companhia.

Referências

ADAMI, Ana. **Vale do Silício**. Disponível em: <<http://www.infoescola.com/informatica/vale-do-silicio>>. Acesso em 27 de novembro de 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e valor**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BEMATECH. Disponível em: <<http://www.bematech.com.br/>>. Acesso em 30 de novembro de 2012.

BODIE, Zvi; MERTON, Roberto C. **Finanças**. 1 ed. Porto Alegre: Bookman, 1999.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, John F.; KULDEEP, Shastri. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4 ed. Pearson Education, 2005

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas : teoria e prática**. 2 ed. São Paulo: Bookman, 2004.

FOLHA DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u451291.shtml>>. Acesso em 10 de novembro de 2012.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 1986.

MATIAS, Alberto *et al.* **Finanças Corporativas de Longo Prazo : Criação de valor com sustentabilidade financeira**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PORTAL BRASIL. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/indices.htm>>. Acesso em 23 de novembro de 2012.

RECEITA FEDERAL. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoajuridica/refis/tjlp.htm>>. Acesso em 12 de novembro de 2012.

ROSS, Stephen A. *et al.* **Princípios de administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1997.

SAMPIERI, Roberto H.; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, Pilar B. **Metodologia de pesquisa**. 3 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos; KLOECKNER, Gilberto. **Avaliação de empresas : foco na gestão de valor da empresa : teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

VERGARA, Sylvio Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

YAHOO. Disponível em: <<http://br.financas.yahoo.com/q?s=BEMA3.SA>>. Acesso em 31 de outubro de 2012.