

# GAZETA MERCANTIL

■ SÃO PAULO ■ RIO DE JANEIRO ■ BRASÍLIA ■ CAMPO GRANDE ■ RECIFE ■ FORTALEZA ■ CURITIBA ■ PORTO ALEGRE ■ BELO HORIZONTE ■ SALVADOR ■ BELÉM ■ MANAUS

Herbert Levy (1911-2002)

Diretor - Responsável: Luiz Fernando Ferreira Levy

ANO LXXXII - Nº 22.437 - SEGUNDA-FEIRA, 14 DE OUTUBRO DE 2002

IMPRESSO EM SÃO PAULO - R\$ 2,00

## VALOR AGREGADO

# Nem sempre o lucro maior aumenta ganho do acionista

Reduzir custos ou investir em projetos rentáveis melhoram o EVA

Simone Azevedo  
de São Paulo

Lucros crescentes não são motivo suficiente para os acionistas comemorarem. Estudo da Stern Stewart — empresa norte-americana que registrou a marca EVA (Economic Value Added) —, com base nos resultados de uma amostra de 185 empresas brasileiras de capital aberto, revela que, em mais de 30% dos casos analisados, os lucros em alta não impediram que as companhias diminuíssem o EVA no mesmo período.

Comparando os resultados de 1999 e 2001, a Stern Stewart concluiu que em 34% dos casos o EVA caiu enquanto os lucros cresceram. Em 31%, o crescimento do Ebitda (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) também não foi acompanhado de mais valor para os acionistas. Em 25%, lucros e Ebitda subiram, mas o EVA foi menor.

O EVA é um indicador criado pela Stern Stewart para mensurar se os lucros gerados por uma companhia foram superiores ao custo do capital empregado por acionistas e terceiros. Em outras palavras, se foram suficientes para cobrir o retorno mínimo esperado em função do risco inerente à atividade da companhia. Quando positivo e crescente, revela que a empresa gera valor para os seus acionistas. Se negativo, torna-se um indicador de destruição de valor.

O estudo mostra que o comportamento do EVA é mais determinante para a formação do preço das ações em bolsa do que o lucro líquido e o Ebitda. Em 59% dos

casos em que o EVA aumentou no período analisado, o valor de mercado das companhias (MVA) também subiu. Essa correlação foi menor na comparação com a evolução do lucro líquido (42%) e do Ebitda (40%). "O EVA possui uma correlação mais forte com a verdadeira criação de riqueza para o acionista", afirma Peter Janeso, analista-chefe da Stern Stewart. A exemplo do EVA, o MVA (Market Value Added) é uma medida de valor ponderada pelo capital empregado. Trata-se do valor de mercado menos o total do capital aportado por acionistas e terceiros.

A Stern Stewart ressaltou alguns casos em que as diferenças entre lucros, Ebitda e EVA ficaram mais evidentes. A Telesp Celular Participações teve crescimento de receita e Ebitda entre 1999 e 2001, mas uma perda de R\$ 830,6 milhões no EVA. A Brasil Telecom ampliou o faturamento em R\$ 3 bilhões, lucros em R\$ 42,9 milhões e o Ebitda em R\$ 1,3 bilhão, mas o EVA caiu R\$ 242 milhões.

Investimentos concentrados no período analisado podem ser uma explicação para a discrepância entre os números. A Gerdau, por exemplo, comprou a Ameristeel em 1999 e a Açominas em 2001. "Contabilizamos o custo total desses investimentos e, nos dois casos, pudemos registrar os retornos proporcionados pelos novos ativos em apenas três meses do ano", explica Osvaldo Schirmer, vice-presidente executivo e diretor de relações com investidores da Gerdau. Se excluído esse efeito, afirma, a Gerdau teria apresentado

uma redução de EVA bem menor. "A queda ocorreria de qualquer forma porque, no início, os ativos novos não oferecem a mesma rentabilidade dos mais maduros."

Os cálculos da Stern Stewart para a Gerdau apontam que a companhia ampliou em R\$ 2,6 bilhões as receitas líquidas, em R\$ 111,2 milhões o lucro, em R\$ 474,5 milhões o Ebitda, mas diminuiu em R\$ 264,4 milhões o EVA. Segundo Schirmer, o crescimento do EVA é levado em consideração na administração da companhia. A remuneração dos executivos, por exemplo, é baseada no cálculo de retorno sobre o capital investido.

Movimento semelhante ocorreu com a Aracruz. Segundo a companhia, esse é um efeito temporário provocado pelo desempenho de 2001, quando a empresa realizava os investimentos em sua terceira unidade fabril para produção de 700 mil toneladas adicionais por ano. As vendas da nova unidade, iniciadas em meados de 2002, geraram o descasamento que influenciou a variação do EVA no período, segundo a Aracruz.

Falhas na gestão, contudo, ainda são a principal explicação para a não criação de valor. Segundo Christian Flemming, analista da Stern Stewart, nestes casos existem quatro alternativas para se reverter o EVA: reduzir custos, vender unidades não rentáveis, diminuir o encargo de capital ou investir em novos projetos que ofereçam retornos superiores ao custo de capital.

Na maior parte dos casos, a queda do EVA também influenciou o desempenho do valor em bolsa.

## Lucros versus valor

Casos em que a variação do EVA no período de 1999 a 2001 não acompanhou a evolução de outros indicadores do balanço (em R\$ mil)

	Receita líquida	Lucro líquido	Ebitda	EVA	MVA	TSR (%)
Brasil Telecom	3.099.930	42.980	1.299.573	-242.096	-3.966.611	-43
Telesp Celular Part.	734.611	-1.226.488	237.039	-830.646	-5.589.639	-73
Cesp	-80.009	-842.518	209.290	1.611.049	1.257.540	69
Gerdau	2.578.385	111.255	474.484	-264.418	-1.018.938	-3
Aracruz	361.238	142.486	43.240	-226.313	28.870	-3
Eletropaulo	2.037.542	163.021	515.890	-13.493	-2.140.993	-22
CST	540.416	295.197	172.328	-111.030	-466.397	-17

Fonte: Stern Stewart. Obs: EVA é o lucro operacional da companhia menos o seu custo de capital; MVA é o valor de mercado da companhia menos o capital empregado; TSR é a taxa de retorno das ações em bolsa no período analisado somada aos dividendos recebidos no mesmo período.