

UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS - UFGD
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

PEDRO VINÍCIUS JUCHEM HERRERA

DESEMPENHO DA JBS S.A. PELA PERSPECTIVA DO VALOR E RIQUEZA
ADICIONADOS: UM ESTUDO DE CASO

DOURADOS/MS

2020

PEDRO VINÍCIUS JUCHEM HERRERA

**DESEMPENHO DA JBS S.A. PELA PERSPECTIVA DO VALOR E RIQUEZA
ADICIONADOS: UM ESTUDO DE CASO**

Trabalho apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal da Grande Dourados, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Régio Marcio Toesca Gimenes

Banca Examinadora:

Profa. Ms. Gabrielli do Carmo Martinelli

Prof. Ms. Ricardo Guimarães de Queiroz

DOURADOS – MS

2020

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP).

H565d Herrera, Pedro Vinicius Juchem
DESEMPENHO DA JBS S.A. PELA PERSPECTIVA DO VALOR E RIQUEZA
ADICIONADOS: UM ESTUDO DE CASO [recurso eletrônico] / Pedro Vinicius Juchem Herrera.
-- 2020.
Arquivo em formato pdf.

Orientador: Régio Marcio Toesca Gimenes.
TCC (Graduação em Administração)-Universidade Federal da Grande Dourados, 2020.
Disponível no Repositório Institucional da UFGD em:
<https://portal.ufgd.edu.br/setor/biblioteca/repositorio>

1. Mato Grosso do Sul. 2. JBS S.A.. 3. Criação de valor. 4. Valor Econômico Agregado. I.
Gimenes, Régio Marcio Toesca. II. Título.

Ficha catalográfica elaborada automaticamente de acordo com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

©Direitos reservados. Permitido a reprodução parcial desde que citada a fonte.



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS
E ECONOMIA - FACE/UGD



ATA DE APROVAÇÃO DE BANCA EXAMINADORA DE TRABALHO DE
GRADUAÇÃO II, MÓDULO 4, RAE no CAE

**DESEMPENHO DA JBS S.A PELA PERSPECTIVA DO VALOR E
RIQUEZA ADICIONADOS: UM ESTUDO DE CASO**

PEDRO VINÍCIUS JUCHEM HERRERA

Esta monografia, realizada via webconferência (Google Meet), foi julgada adequada para aprovação na atividade acadêmica específica de Trabalho de Graduação II, que faz parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Administração pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia – FACE da Universidade Federal da Grande Dourados – UFGD.

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Prof. Dr. Régio Marcio Toesca Gimenes
(Presidente)

Profª. Me. Gabrielli do Carmo Martinelli
(Avaliador)

Prof. Me. Ricardo Guimarães de Queiroz
(Avaliador)

DOURADOS-MS, 07 de novembro de 2020

REGISTRO:
AB- 12/2020

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Dionise Magna Juchem e Edgardo Alfredo Herrera Céspedes, que estiveram sempre ao meu lado, acreditando em mim e no meu sonho, e responsáveis por cultivar a minha ânsia por conhecimento e desenvolvimento.

Ao meu orientador Dr. Régio Gimenes, por todos os ensinamentos e conselhos durante minha jornada acadêmica, e por me guiar com sua sabedoria no decorrer deste trabalho.

À professora Dra. Erlaine Binotto, que me introduziu a pesquisa acadêmica e me mostrou o mundo visto pelos olhos de um pesquisador.

Ao professor Dr. Narciso Gomes, por ir além do papel de coordenador, sendo um padrinho para mim durante minha graduação.

Aos meus amigos, pela compreensão dos momentos que tive que me ausentar, e por sempre torcerem por mim.

RESUMO

Com as mudanças que vêm ocorrendo no mundo empresarial, aliadas a grande competitividade do mercado, as organizações são obrigadas a se diferenciarem, a criarem vantagem competitiva. Em decorrência disso, os acionistas buscam apurar resultados que remunerem ao menos o custo de oportunidade do capital investido. Nesse contexto, a Gestão Baseada no Valor entra como base para mensuração do desempenho da organização, pois demonstra o valor criado ou destruído. Presente no estado do Mato Grosso do Sul, a JBS S.A. é uma multinacional de origem brasileira, reconhecida como uma das líderes globais da indústria de alimentos. Diante dessa relevância, este estudo teve como objetivo analisar o desempenho econômico da JBS S.A. sob a perspectiva do valor econômico e da riqueza adicionados pelo mercado. Os dados utilizados na pesquisa foram coletados a partir das demonstrações contábeis divulgadas no site da JBS S.A., assim como de *sites* que divulgam seus indicadores. Foram feitos ajustes nas demonstrações contábeis para calcular indicadores e taxas a fim de obter o valor do *Economic Value Added* (EVA) e *Market Value Added* (MVA) de cada período. Nos resultados obtidos foi apurado que a empresa destruiu valor em três dos cinco anos estudados.

Palavras-chave: Mato Grosso do Sul; JBS S.A.; Criação de valor; Valor Econômico Agregado.

ABSTRACT

With the changes that have been occurring in the business world, allied to great competitiveness of the market, organizations are forced to differentiate themselves, to create competitive advantage, and shareholders seek to obtain results that remunerate at least the opportunity cost of the invested capital. In this context, Value-Based Management is the basis for measuring the organization's performance, as it demonstrates the value created or destroyed. Present in the state of Mato Grosso do Sul, JBS S.A. is a Brazilian multinational recognized as one of the global leaders in the food industry. Given this relevance, the purpose of this study was to analyze the economic performance of JBS S.A. from the perspective of the economic value and wealth added by the market. The data used in the research was collected from the financial statements published on the JBS S.A. website, as well as from websites that disclose their indicators. Adjustments will be made to the financial statements to calculate indicators and rates to obtain the EVA for each period. The showed that the company destroyed value in three of the five years studied.

Keywords: Mato Grosso do Sul; JBS S.A.; value creation; EVA; MVA.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Análise vertical dos ativos da JBS S.A.	31
Tabela 2 - Análise horizontal dos ativos da JBS S.A.	32
Tabela 3 - Análise vertical dos passivos da JBS S.A.	33
Tabela 4 - Análise horizontal dos passivos da JBS S.A.	33
Tabela 5 - Análise vertical da DRE da JBS S.A.	34
Tabela 6 - Análise horizontal da DRE da JBS S.A.	35
Tabela 7 – Cálculo do NOPAT da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	35
Tabela 8 - Cálculo do Capital Investido da JBS S.A. (Valores em R\$ mil).....	36
Tabela 9 - Cálculo do ROI da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	36
Tabela 10 - Cálculo do Custo da Dívida da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	37
Tabela 11 - Cálculo do Custo do Capital Próprio da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	37
Tabela 12 - Cálculo do WACC da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	37
Tabela 13 – Cálculo do EVA da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)	38
Tabela 14 - Cálculo do MVA da JBS S.A. (Valores em R\$ mil).....	38
Tabela 15 - Demonstração Financeira e de Valor Adicionado (valores em milhares de R\$) .	40
Tabela 16 - Cálculo da remuneração de capital próprio da JBS S.A. (Valores em milhares de R\$)	40
Tabela 17 - Cálculo da remuneração obtidas pela JBS e Selic.....	41
Tabela 18 - Cálculo do NOPAT da JBS S.A. (Valores em milhares de R\$).....	41
Tabela 19 - Cálculo dos Ki (Valores em milhares de R\$).....	42
Tabela 20 - Cálculo do ROI (Valores em milhares de R\$).....	42
Tabela 21 - Cálculo do WACC (Valores em milhares de R\$)	42
Tabela 22 - Cálculo do EVA (Valores em milhares de R\$)	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
EPS	<i>Earnings Per Share</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
GBV	Gestão Baseada no Valor
IR	Imposto de Renda
LAJIR	Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda
MVA	<i>Market Value Added</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROI	<i>Return on Investment</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1 Problemática	10
1.2 Objetivos	11
1.2.1 Objetivos Gerais	11
1.2.2 Objetivos Específicos	11
1.3 Justificativa	11
2. REVISÃO TEÓRICA	13
2.1 Medidas tradicionais de avaliação de desempenho	13
2.2 Gestão Baseada no Valor	14
2.3 Medidas de criação de valor	15
2.3.1 <i>Economic Value Added</i>	15
2.3.2 <i>Market Value Added</i>	17
2.4 Ajustes contábeis para o cálculo do EVA/MVA	17
2.5 Limitações das medidas de criação de valor	18
2.6 Custo de capital	19
2.6.1 Custo das dívidas	20
2.6.2 O modelo <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	20
2.6.2.1 O indicador <i>beta</i>	21
2.6.3 Custo Médio Ponderado de Capital	22
2.7 Análise Vertical e Horizontal	22
2.8 Resultados de algumas aplicações do EVA/MVA	23
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	28
4. RESULTADOS	30
4.1 Descrição do (s) objeto(s) de estudo	30
4.2 Demonstrações Financeiras	31
4.3 Evolução do NOPAT	35
4.4 Evolução do Capital Investido	36
4.5 Evolução do Retorno sobre o Capital Investido	36
4.6 Evolução do Custo da Dívida	36
4.7 Evolução do Custo do Capital Próprio	37
4.8 Evolução do Custo Médio Ponderado de Capital	37
4.9 Evolução do EVA	38
4.10 Evolução do MVA	38
5. DISCUSSÃO	40
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
REFERÊNCIAS	46

1. INTRODUÇÃO

1.1 Problemática

Muitas mudanças vêm ocorrendo no mundo empresarial nas últimas décadas. A grande competitividade obriga as empresas a se diferenciarem, a criarem vantagem competitiva (ASSAF NETO; ARAÚJO; FREGONESI, 2006). Para conseguir administrar a vantagem competitiva, os executivos aprenderam a gerir suas organizações de acordo com o novo conjunto de regras apresentadas no século XXI. Assim, as empresas precisam ser flexíveis para responder rapidamente as mudanças competitivas e de mercado, mensurar constantemente seu desempenho na busca por melhores práticas, terceirizar tarefas agressivamente para conseguir eficiência e precisam desenvolver competências centrais para manter-se na frente da concorrência (PORTER, 2016).

Os acionistas buscam apurar resultados que remunerem ao menos seu custo de oportunidade (ASSAF NETO, 2016), e isso implica que os investidores estão cada vez mais presentes dentro das organizações, controlando e demandando resultados dos gestores, pois são os responsáveis pelo financiamento dos projetos da firma (VALE, 2013). Nesse contexto, a Gestão Baseada no Valor (GBV) entra como base para mensuração do desempenho da organização, pois demonstra o valor criado ou destruído (RUSSO; PARISI, 2017) sendo o *Economic Value Added* (EVA) e o *Market Value Added* (MVA) os principais indicadores da GBV (MENEGAT; COLLE, 2003).

Em 2019, o agronegócio respondeu por 21,4% do Produto Interno Bruto do Brasil (TOOGE, 2020), e no acumulado do primeiro bimestre de 2020 teve alta de 2,42%. No setor pecuário, observa-se um resultado acumulado de 4,61% no mesmo período de 2020, dado ao efeito inercial de 2019 com a alta do valor da carne bovina e suína, com o índice de preço da arroba do boi gordo (15 kg) o maior da série histórica iniciada em 1994 (CEPEA, 2020).

A JBS S.A. é uma multinacional de origem brasileira, reconhecida como uma das líderes globais da indústria de alimentos com sede na cidade de São Paulo, em que a companhia está presente em 15 países. A empresa apresentou no primeiro trimestre de 2020 uma receita líquida de R\$ 56,5 bilhões e um lucro bruto de R\$ 7,3 bilhões (JBS, 2020a).

Esses números corroboram para evidenciar a relevância que a empresa possui no estado de Mato Grosso do Sul, havendo unidades de processamento de bovinos, suínos e aves, confinamento de bovino, couro, centros de distribuição e unidades de valor agregado (JBSa, 2020).

A partir desse contexto, apresentam-se os seguintes questionamentos: Qual foi o desempenho econômico-financeiro da JBS S.A. no período de 2015 a 2019? A JBS S.A. foi capaz de criar valor para seus acionistas no período? A fim de se responder essas questões, apresentamos os objetivos que nortearam este trabalho.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o desempenho econômico da JBS S.A. sob a perspectiva do valor econômico e da riqueza adicionados pelo mercado.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Conhecer o comportamento do resultado operacional líquido da JBS S.A;
- b) Investigar a estrutura de capital da empresa e seu custo de financiamento;
- c) Mensurar o EVA e MVA da empresa para identificar se houve criação ou destruição de valor considerando o período de 2015 a 2019;
- d) Evidenciar as prováveis causas que determinaram as mutações nos valores do EVA e MVA no período em análise.

1.3 Justificativa

Em 2015, a JBS investiu R\$ 1,13 bilhão na região do município de Dourados com o intuito de expandir suas atividades na região (DOURADOS, 2015). Na variação do PIB no período de 2015 a 2019 o estado de Mato Grosso do Sul apresentou um crescimento acima dos 20% no acumulado do período, sendo o 4º estado com maior crescimento (PALHETA; JARA, 2020). O que se verifica é que, possivelmente, o estado está em processo de crescimento e desenvolvimento, podendo apresentar potencial para futuros investimentos.

Visando esses fatos, é necessário demonstrar se os investimentos de capital estão trazendo retorno. Apesar dos campos da contabilidade e das finanças disporem de diversas métricas para fazer avaliação de desempenho, a que se utilizará neste trabalho se diferencia por trazer o custo de oportunidade e criação de valor como variável (ASSAF NETO, 2016). A GBV e seus indicadores, o EVA e o MVA, demonstram resultados além do lucro líquido, pois não se resumem a um saldo positivo no balanço, mas sim se a decisão de investir em determinado ativo foi recompensada.

Diante do exposto anteriormente, justifica-se este trabalho por demonstrar a importância do uso do valor como métrica, assim como sua aplicação como ferramenta de gestão e filosofia

gerencial. Tendo como público-alvo deste trabalho a academia, pelo conteúdo a ser gerado e pelo método utilizado. Além disso, as fontes de informações que esta monografia se baseará serão os demonstrativos de resultados fornecidos pela companhia, assim como suas notas explicativas.

2. REVISÃO TEÓRICA

2.1 Medidas tradicionais de avaliação de desempenho

Durante anos, o desempenho operacional foi amplamente usado por gestores e acionistas para avaliar o desempenho das organizações. Assaf Neto (2016) afirma que pelas medidas tradicionais é impossível identificar se houve a criação ou destruição de valor. Diatmika e Yuniarta (2019) consideram as medidas tradicionais não suficientes para avaliar a eficácia e a eficiência da empresa.

A gestão financeira mudou. Tradicionalmente vinham sendo utilizados indicadores financeiros que nos permitiram avaliar a gestão dos gerentes, como: lucro líquido, margem de lucro, crescimento das vendas, preço de mercado das ações, valor de dividendos, ROE, ROA, índice Du-Pont e outros (LASSO, 2011, p. 83).

Panigrahi (2017) define como métodos tradicionais de aferição de desempenho financeiro, indicadores como retorno sobre ativos (ROA); retorno sobre o patrimônio líquido (ROE); lucro por ação (EPS); e lucro líquido. O autor também levanta a questão de que se as demonstrações financeiras realmente medem o valor econômico da empresa.

Uma vez que o retorno sobre ativos pode ser calculado pela divisão entre o lucro operacional e o ativo total, esse indicador reflete o grau de eficiência do uso dos ativos para efetuar as vendas de determinada empresa (ASSAF NETO, 2016).

Já o retorno sobre o patrimônio líquido é entendido como a gratificação obtida sobre o investimento dos acionistas na empresa. Quanto maior o retorno obtido, melhor é a situação dos proprietários (GITMAN; ZUTTER, 2010). O ROE é obtido pelo lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2016). Mareček e Rowland (2017) afirmam que o EVA não tem relação de dependência com o ROE nem pode ser previsto por ele.

O lucro por ação (*Earnings per share - EPS*) da empresa geralmente interessa à administração e aos acionistas. O *EPS* representa o valor ganho durante o período em nome de cada ação em circulação das ações ordinárias (GITMAN; ZUTTER, 2010). Assaf Neto (2016) propõe calcular o lucro por ação a partir da divisão do lucro líquido pelo número de ações emitidas.

Enquanto o lucro líquido mede a porcentagem remanescente da receita de vendas restante após a dedução de todos os custos e despesas, incluindo juros, impostos e dividendos de ações preferenciais (GITMAN; ZUTTER, 2010; ASSAF NETO, 2016). Assaf Neto (2016, p. 114) também afirma que “esse resultado líquido, valor final da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), é transferido para a conta de lucros ou prejuízos acumulados, e a legislação

determina que seja, na DRE, calculado quanto do lucro obtido pertence a cada espécie e classe de ação”.

Gitman e Zutter (2010, p. 85) afirmam que “o sistema de análise *DuPont* é usado para dissecar as demonstrações financeiras da empresa e avaliar sua condição financeira. Ele mescla a DRE e o balanço patrimonial em duas medidas resumidas de rentabilidade, retorno sobre o total de ativos (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE)”.

2.2 Gestão Baseada no Valor

No mundo corporativo o principal objetivo de uma empresa é criar valor. Maximizar o valor aos acionistas de uma entidade tornou-se um paradigma corporativo nos últimos anos (SANTOS *et al.*, 2018). Segundo Lasso (2011) os empresários atualmente estão interessados em saber como se determina o valor de uma empresa e como se implementam processos de criação de valor. Assaf Neto (2016) afirma que a GBV tem como objetivo criar riqueza aos acionistas, produzindo um retorno que supere o custo de oportunidade do capital próprio. O conceito de GBV envolve a mensuração do EVA como a principal referência para se avaliar o desempenho da empresa.

Russo e Parisi (2017) demonstram que uma gestão orientada para a criação de valor apresenta benefícios no processo de gestão, no sistema de informação e leva a melhoria do desempenho. Segundo os autores (p. 153), “a GBV impacta direta e indiretamente diversas práticas de gestão empresarial, assim, sua influência vai, ao longo do tempo, desde a estruturação do modelo de negócios, o planejamento empresarial, até a estrutura de indicadores, que possibilita a identificação dos resultados obtidos”.

Raj, Beck e Soliman (2019) trazem que a GBV é uma ferramenta para reduzir a falta de conformidade entre os objetivos da administração e os dos acionistas da organização. Esse método de GBV mudou o conceito tradicional de que se uma empresa obtém lucro na DRE significa que foi capaz de criar valor para os acionistas (LASSO, 2011). Esse modelo pode ser chamado de novo modelo de gestão (GODOY, 2020).

Criar valor é uma parte fundamental da visão e missão de toda a organização comercial e não de alguns colaboradores. Como corolário da criação de valor nos negócios, deve haver uma mudança total e profunda, de melhoria contínua, educação e comprometimento que abranja todos os níveis: do Conselho de Administração, Diretores, Gerentes e funcionários de toda a organização (BONILLA, 2010, p. 57).

Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) afirmam que, no Brasil, além de viável, é necessário que as organizações utilizem o valor agregado como ferramenta de gestão, visto ser um país com tantos problemas sociais.

2.3 Medidas de criação de valor

A fim de se avaliar se a firma está criando ou destruindo valor, as organizações e os acionistas precisavam de uma ferramenta que demonstrasse essas mutações (BONILLA, 2010). Menegat e Colle (2003) e Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) trazem que o conceito de riqueza da empresa já era conhecido e utilizado pelos acionistas por mais de 200 anos.

Segundo Assaf Neto (2016, p. 191) “a criação de riqueza não é dimensionada pelo valor de mercado de uma empresa, mas pela diferença encontrada entre seu valor de mercado e o capital investido pelos proprietários”. Lasso (2011) afirma que essas medidas superam as limitações das medidas tradicionais, como o custo do dinheiro (%), o risco *beta* (β) do mercado em que opera e as projeções de crescimento futuro a longo prazo.

Bonilla (2010, p. 58) afirma que “é necessário conhecer os fluxos de fundos (dinheiro) e quantificar o uso dos recursos utilizados para obter os referidos fluxos monetários; além disso, os riscos associados a essas decisões futuras devem ser medidos, a fim de quantificar a rentabilidade econômica criada”. Dessa forma, a seguir são apresentados os principais indicadores usados para aferir a criação de valor em uma empresa.

2.3.1 *Economic Value Added*

Desde 1989, quando o Valor Econômico Agregado (EVA) foi introduzido no mercado pela empresa de consultoria Stern Steward & Co., diversos autores, companhias e instituições financeiras passaram a utilizar essa ferramenta, principalmente em firmas de produção e serviços (BONILLA, 2010; MCLAREN; APPLEYARD; MITCHELL, 2016; ALTAF, 2016; RUSSO; PARISI, 2017; KŘEČKOVÁ, 2018). Além disso, o EVA foi promovido como mais do que uma ferramenta técnica, pois argumenta-se que pode ser a base da filosofia de negócios da empresa, focando no valor para o acionista e nos fatores que impulsionam a melhoria desse valor (MCLAREN; APPLEYARD; MITCHELL, 2016).

O EVA tem como base verificar se a empresa está criando ou destruindo valor e é aplicado na avaliação de empresas, bem como na avaliação de projetos (MENEGAT; COLLE, 2003; PLETSCH; REIF; SILVA, 2015). Sua abordagem é normalmente usada para medir o desempenho de um investimento ano a ano. O método EVA determina se um projeto obtém um lucro econômico puro, ou seja, livre dos custos de capital (GITMAN; ZUTTER, 2010; CACHANOSKY; LEWIN, 2016). Além disso, o EVA trata de medir a criação de valor por período (LASSO, 2011) sendo um dos critérios mais eficientes na avaliação da explicação quantitativa do retorno das ações (SANTOS *et al.*, 2018).

Bonilla (2010) em seu estudo traz que os objetivos específicos do EVA são:

- Possibilidade de ser implantado em qualquer tipo de empresa, independentemente do tamanho, possuindo ações na bolsa ou não;
- Aplicável na organização como um todo ou só parte dela;
- Delinear metas;
- Medir o desempenho da empresa e de seus colaboradores;
- Melhorar a comunicação entre os investidores;
- Considerar todos os custos que se produzem na empresa;
- Motivar distintos níveis gerenciais;
- Avaliar a empresa; e
- Considerar o risco operacional da empresa.

O cálculo não é baseado nos fluxos de caixa, mas sim no Lucro Operacional Líquido Após os Impostos (NOPAT). Este método foca na diferença entre os lucros operacionais de uma empresa gerados pelo capital empregado e os custos resultantes do investimento de capital. Essa diferença é conhecida como lucro residual (RAJ; BECK; SOLIMAN, 2019).

O cálculo do EVA, proposto por Assaf Neto (2016, p. 182), é dado pela seguinte expressão de cálculo:

$$EVA = (ROI - WACC) \times INVESTIMENTO$$

Onde:

ROI é o retorno sobre o investimento, formado pelo produto do giro do investimento e margem operacional; o WACC é o custo médio ponderado de capital; e investimento, o total de recursos próprios e de terceiros deliberadamente levantados pela empresa e aplicados em seu negócio (capital de giro mais capital fixo).

Outros autores, como Gitman e Zutter (2010), Lasso (2011) e Křečková (2018), propõem que o cálculo seja realizado conforme a equação:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times INVESTIMENTO)$$

Onde:

NOPAT = é o lucro operacional líquido deduzido dos impostos, ou seja, o lucro do negócio principal de uma empresa;

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital;

Investimento = total de recursos próprios e de terceiros empregados na firma.

O termo entre parênteses também pode ser entendido como custo de capital (RUSSO; PARISI, 2017).

2.3.2 *Market Value Added*

Menegat e Colle (2003), Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006), Cachanosky e Lewin (2016) e Assaf Neto (2016) afirmam que o Valor de Mercado Adicionado (MVA) é o valor adicionado esperado para os investidores e é o valor presente dos lucros econômicos futuros esperados. O MVA representa a diferença entre o preço atual das ações no mercado acionário e o valor investido pelos acionistas no negócio.

Além disso, Bonilla (2010) entende o MVA como a diferença absoluta entre o valor de mercado de um negócio e seu capital, sendo uma medida cumulativa de desempenho empresarial e que o maximizar deveria ser o objetivo primário das empresas interessadas em levar o maior benefício econômico para seus acionistas.

O MVA pode ser calculado pela seguinte expressão:

$$MVA = EVA/WACC$$

Sendo:

EVA = Valor Econômico Agregado

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

Lunardi *et al.* (2017, p. 99) afirma que “quando a riqueza pela maximização da diferença entre o valor total de mercado da empresa e a quantidade de capital que os investidores forneceram para a organização aumenta, entende-se que houve criação de valor. Do contrário, tem-se a destruição de valor”.

2.4 Ajustes contábeis para o cálculo do EVA/MVA

Basso, Oliveira e Kayo (2008) explicitam que a elaboração do EVA seguindo princípios contábeis subestima informações relacionadas à remuneração do acionista decorrente da utilização do capital próprio na organização, gerando distorções ao se comparar como resultado econômico. A fim de corrigir estas possíveis distorções, os autores identificam três tipos de ajustes necessários nos dados contábeis para a obtenção do resultado econômico:

- Para obter o resultado operacional econômico e a base de investimentos que proporciona tal resultado, é necessário ajustes nas contas: de pesquisa e desenvolvimento, lançando como despesas operacionais; contabilização e amortização do *goodwill*¹, fazendo a baixa do valor no Patrimônio na data de aquisição, o reconhecimento da perda quando encerra atividade, a amortização no período de benefício econômico, a manutenção do valor do *goodwill* intacto, o reconhecimento da perda (*impairment*), e baixa decorrente de alienação ou perecimento; *leasing*, lançado como despesa financeira; imposto de renda diferido, atualizando a valor presente; e depreciação, fazendo tanto depreciação linear quanto exponencial.
- Ajuste para expurgar valores que não implicam, necessariamente, impacto econômico/caixa: Nesse grupo os ajustes a serem feitos são referentes a movimentação de estoques, por método Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair (PEPS) e Último a Entrar, Primeiro a Sair (UEPS), e provisão da diferença entre custo e última compra; e nas provisões para garantia, devedores duvidosos e contingência.
- O último ajuste proposto é no sentido de expurgar ganhos e perdas não recorrentes. Estes eventos devem ser retirados do resultado, pois apenas deve ser levado em conta os eventos que apresentam continuidade na firma. Os ajustes a serem feitos devem ser: resultado real isolando eventos não recorrentes e resultado projetado isolando eventos não recorrentes.

Entretanto, a maioria destes ajustes só pode ser feita a partir de informações privilegiadas internas a firma, pois são utilizados dados que não são disponibilizados amplamente a público.

2.5 Limitações das medidas de criação de valor

O EVA, por ser uma medida de curto prazo, que não leva em consideração os fluxos de caixa por ser calculado a partir de medidas contábeis, e que não considera a parte intangível da empresa, não pode ser assumido como critério único na tomada de decisão empresarial, nem uma condição suficiente para aumentar a riqueza do acionista, porque “maximizar o valor do

¹ Assaf Neto (2016) define que “o *goodwill*, de forma mais rigorosa, considera o valor de reposição dos investimentos. O MVA, por outro lado, conforme é geralmente tratado pelo mercado, considera a criação de riqueza pelo valor contábil dos ativos, conforme registrado nos demonstrativos financeiros” (p.174).

EVA em um período específico não coincide necessariamente com a maximização do MVA” (ECHEVERRY, 2006, p.57).

Quando analisado em períodos de recessão, o EVA força o aumento de liquidez e levam os gerentes a rejeitar projetos que são lucrativos, mas que apresentam perdas de EVA nos primeiros anos (MCLAREN; APPLEYARD; MITCHELL, 2016).

Além do já exposto, o EVA é muito dependente de métricas financeiras, como a quantidade de capital investido, margens de lucro e custo de capital, que frequentemente são incapazes de indicar desempenho futuro. Outra limitação é sua suscetibilidade a manipulação, como por exemplo depreciar totalmente os ativos da empresa, dar preferência a pedidos maiores e lucrativos e atrasar pedidos menores e menos lucrativos, e reduzir o reconhecimento de despesas atrasando ou cancelando despesas em favor de melhores resultados financeiros (ALTAF, 2016).

2.6 Custo de capital

Toda operação de investimento de capital tem embutido um custo. Essa percepção pode ser descrita como explicado pelo autor abaixo.

O processo de seleção de um portfólio pode ser dividido em duas etapas: o primeiro estágio começando a partir de uma observação e experiência e termina com crenças sobre o desempenho futuro dos títulos disponíveis; já segunda etapa começa com as crenças relevantes obtidas da etapa anterior sobre os desempenhos futuros dos papéis e termina com a escolha do portfólio (MARKOWITZ, 1952, p. 77).

Assaf Neto (2016) traz a ideia de que o custo de capital de uma organização reflete, essencialmente, a remuneração mínima exigida pelos proprietários de sua fonte de recursos financeiros.

A taxa mínima é uma taxa de retorno mínima exigida que cada cliente com uma exposição de crédito fornecida deve alcançar para cobrir os custos econômicos e para o cliente criar um lucro econômico (KřEČKOVÁ, 2018, p. 237).

O custo de capital representa o custo de financiamento da empresa e é a taxa de retorno mínima que um projeto deve obter para aumentar o valor da empresa. Ele atua como um elo importante entre as decisões de investimento de longo prazo da empresa e a riqueza dos proprietários da empresa, conforme determinado pelo valor de mercado de suas ações (GITMAN; ZUTTER, 2010, 358).

Por outro lado, há também a visão interna da organização, que busca manter a firma interessante para seus investidores.

O risco e o retorno esperado de uma empresa afetam diretamente o preço de suas ações. Risco e retorno são os dois principais determinantes do valor da empresa. Portanto, é responsabilidade do gerente financeiro avaliar cuidadosamente o risco e o retorno de todas as principais decisões para garantir que os retornos esperados

justifiquem o nível de risco que está sendo introduzido. O gerente financeiro pode esperar atingir a meta da empresa de aumentar o preço das ações (e, assim, beneficiar seus proprietários), realizando apenas as ações que geram retornos pelo menos proporcionais ao risco. Claramente, os gerentes financeiros precisam reconhecer, medir e avaliar as compensações risco-retorno para garantir que suas decisões contribuam para a criação de valor para os proprietários (GITMAN; ZUTTER, 2010, p. 339).

Para abstrair o valor do custo de capital, deve-se obter o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros.

2.6.1 Custo das dívidas

O custo das dívidas, ou custo de capital de terceiros, é representado por K_i (ASSAF NETO, 2016). Nos demonstrativos contábeis, está representado como juros e despesas financeiras. Usualmente, os juros do capital de terceiros são devidos, independentemente da capacidade financeira do tomador, estando na maioria dos casos, protegidos por garantias. Pode ser explicitado em percentual ou valor (MENEGAT; COLLE, 2003).

Assaf Neto (2016) afirma que o uso de capital de terceiros promove menor risco do que usar capital próprio, além de poder ser estimado a partir de dados disponíveis nos mercados financeiros. Sua expressão de cálculo, segundo o autor, é:

$$K_i = K_i(\text{antes IR}) \times (1 - IR)$$

Sendo IR a alíquota de Imposto de Renda considerada para a decisão.

2.6.2 O modelo *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Determinar uma taxa mínima elegível é uma tarefa difícil. Deve ser estabelecido no nível de custo do patrimônio líquido (para cobrir os custos) mais algum valor adicional (para criar valor). Atualmente, o método mais difundido é o modelo CAPM (KŘEČKOVÁ, 2018).

É implícito e costumeiramente não documentado. Todavia existe. É quanto os acionistas ou investidores esperam ter de retorno mínimo no seu negócio. É representado pelo desejo dos acionistas em receberem dividendos mais a obtenção de crescimento no valor de suas ações. No fundo o custo do capital próprio é representado pela expectativa de recebimento de dividendo os de curto prazo mais longo prazo. O Custo do Capital Próprio também pode era ser explicitado em percentual ou valor (MENEGAT; COLLE, 2003, p. 39).

Sua identidade de cálculo pode ser representada, segundo Assaf Neto (2016), Gitman e Zutter (2010) e Lasso (2011), da seguinte forma:

$$r_j = R_f + [\beta \times (r_m - R_f)]$$

Onde:

r_j = Taxa de retorno requerida no ativo j ;

R_f = Taxa de retorno livre de risco, comumente conhecida como risco país;

β = Indicador *beta*, que representa a sensibilidade de um determinado ativo;

r_m = Retorno de mercado, que representa o retorno sobre o portfólio de ativos do mercado.

2.6.2.1 O indicador *beta*

Proposto por Markowitz (1952), o indicador *beta* (ou regra de variação de retornos) surge como um índice que mede o risco de um certo investimento que não pode ser reduzido pela diversificação de carteira.

É responsável por identificar o risco sistemático do ativo em relação ao mercado (ASSAF NETO, 2016). É uma medida relativa de risco não diversificável, sendo expresso como um índice do grau de movimento do retorno de um ativo em resposta a uma mudança no retorno do mercado (GITMAN; ZUTTER, 2010). Por ser o coeficiente angular de uma reta de regressão, esse índice é obtido através da seguinte equação:

$$\beta = \frac{cov(r_m, r_a)}{var(r_m)}$$

Onde:

r_m = Retorno de mercado;

r_a = Retorno da ação, que representa o retorno dado por um específico ativo em dado período.

O quadro a seguir demonstra o comportamento de dado ativo em diferentes valores de *Beta*.

Quadro 1: Indicadores *Beta* selecionados e suas interpretações

<i>Beta</i>	Interpretações
2	Move-se na mesma direção que o mercado.
1	
0,5	
0	Não afetado pelo movimento do mercado.
-0,5	Move-se na direção oposta ao mercado.
-1	
-2	

Fonte: adaptado de Gitman e Zutter (2010)

Os autores também explicam como será dado o valor do ativo respondendo o valor do *Beta*.

O coeficiente *beta* para o mercado como um todo é 1, e todos os outros “*betas*” são parametrizados a partir desse valor. *Betas* de ativos podem ser positivos ou negativos, mas *betas* positivos são a norma. A maioria dos coeficientes *beta* cai entre 0,5 e 2,0. O retorno de uma ação com metade da capacidade de resposta que o mercado deve mudar 0,5% para cada mudança de 1% no retorno do portfólio de mercado. Uma ação que é duas vezes mais responsiva que o mercado deve sofrer uma mudança de 2% em seu retorno para cada mudança de 1% no retorno do portfólio de mercado (GITMAN; ZUTTER, 2010, p. 331).

2.6.3 Custo Médio Ponderado de Capital

O *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) é definido como sendo a taxa mínima de retorno exigida pelos credores e acionistas (ASSAF NETO, 2016). Representa a média ponderada de todos os custos de oportunidade de todos os investidores de determinada organização (CACHANOSKY; LEWIN, 2016).

Reflete o custo médio futuro esperado do capital a longo prazo. É encontrado através da ponderação do custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa (GITMAN; ZUTTER, 2010). Parte da ideia de que os projetos de empresas com dívidas são financiados simultaneamente com o capital de terceiros e capital próprio (MENEGAT; COLLE, 2003).

Assaf Neto (2016, p.481), propõe que o WACC seja calculado a partir da expressão:

$$WACC = \sum_{j=1}^N W_j \times K_j$$

Onde:

K_j = custo específico de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros);

W_j = participação relativa de cada fonte de capital no financiamento total.

2.7 Análise Vertical e Horizontal

Utilizando as análises horizontal e vertical é possível avaliar cada um dos itens ou grupo de itens que compõem as demonstrações contábeis de maneira rápida e simples, comparando-os entre si e entre diferentes períodos, o que permite que se possa chegar ao nível de detalhes que outras técnicas de análise não permitem, pois é possível avaliar cada conta isoladamente (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2019).

A análise vertical compara cada uma das contas das demonstrações contábeis, evidenciando a porcentagem de participação que cada elemento em relação ao valor base de

cada demonstração de um mesmo período (RIBEIRO, 2018; MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2019). Nessa análise, busca-se evidenciar quais são as contas mais relevantes dentre as discriminadas nas demonstrações contábeis, para que possam ser analisadas horizontalmente e revelar o comportamento do resultado operacional líquido da organização.

Segundo Ribeiro (2018), a análise horizontal evidencia a evolução das contas das demonstrações contábeis ao longo do intervalo temporal analisado, possibilitando acompanhar o desempenho de cada um dos itens que compõem a demonstração em análise, e ressaltando as tendências evidenciadas em cada uma delas, sejam de evolução ou retração. Martins, Miranda e Diniz (2019) definem como um processo que “permite verificar a evolução das contas individuais e dos grupos de conta por meio de números-índices” (p. 85).

2.8 Resultados de algumas aplicações do EVA/MVA

Lunardi *et al.* (2017) em seu estudo buscaram analisar a criação de valor no desempenho econômico de empresas familiares e não familiares brasileiras. Usando como ferramenta o EVA e o MVA, os autores conseguiram observar que as empresas familiares apresentaram resultados positivos, ao passo que as não familiares apresentaram resultados negativos. Os autores associam esse desempenho ao fato de as empresas familiares enfrentarem desafios que levam constantemente a alterações em seu modelo de gestão para enfrentar as crises que se apresentam no ambiente em que atuam.

Pinto e Machado-Santos (2011) buscaram confirmar se existe uma correlação positiva entre EVA e MVA, que seja superior aos indicadores tradicionais, em um dos maiores grupos empresariais portugueses, que possuem ações cotadas na bolsa *NYSE Euronext Lisbon*. Em seus achados conseguiram verificar a existência de uma relação estatisticamente positiva e mais significativa entre todas as variáveis estudadas.

Pavelková *et al.* (2018) empregaram o EVA para medir a performance do setor automotivo da República Tcheca. Separando o período de análise em anterior à crise, durante a crise e após a crise (de 2005 a 2011), tendo como objeto 87 indústrias pertencentes à Associação da Indústria Automotiva da República Tcheca (AUTOSAP), constataram que o EVA é um fator-chave e com impacto positivo, muito embora a magnitude dos efeitos nos períodos pré-crise, crise e pós-crise sejam distintos.

Rokhim e Dewanti (2017) analisaram o desempenho comparativo dos bancos na Indonésia, Malásia, Cingapura, Tailândia e Filipinas que têm ações listadas nas bolsas de valores de seus respectivos países. Os autores usaram o EVA como ferramenta de mensuração analítica e a compararam com outras medidas tradicionais entre o período de 2007 a 2011. Nos

resultados, os autores aferiram que as mutações do EVA seguem o movimento do Produto Interno Bruto (PIB). Apenas em Singapura e Filipinas puderam observar relação entre o desempenho e as medidas tradicionais.

Assaf Neto, Araújo e Fregonesi (2006) objetivaram com seu estudo verificar a aplicabilidade da GBV nas organizações do terceiro setor como fator de orientação dos objetivos da empresa. Utilizaram o EVA como métrica de controle do GBV. No estudo, os autores puderam comprovar a viabilidade do uso dessas ferramentas para desenvolvimento e melhoria da gestão das organizações do terceiro setor.

Godoy (2020) analisou o desempenho econômico de 47 pequenas e 43 médias empresas do setor de couro, calçados e artigos de couro da Colômbia entre os anos de 2010 a 2016. Para a análise, o autor se utilizou de indicadores contábeis e do EVA para aferir crescimento, eficiência, eficácia e efetividade. Em seus achados, revelou que as Pequenas e Médias Empresas (PME) apesar de gerarem resultados contábeis positivos, vem destruindo valor econômico. O autor também afirma que as pequenas empresas destroem menos valor e isso se dá por apresentarem maior eficiência na administração dos custos de produção e vendas, maior eficiência no uso de ativos e maior alavancagem financeira positiva.

Altaf (2016) em seu estudo, buscando encontrar quais variáveis financeiras melhor explicariam o valor de mercado das firmas da Índia, utilizou tanto os indicadores tradicionais quanto o EVA e MVA. Utilizando 170 empresas do ramo manufatureiro e 155 do ramo de serviços, o autor encontrou que em ambos os setores, a receita operacional tem uma forte relação com o MVA. O EVA exerce relação positiva com o MVA.

Liu e Wang (2017) em seu estudo desenvolveram um modelo de regressão e compararam a relação entre gerenciamento de resultados e EVA entre organizações nos países africanos e do G20, usando o EVA como variável dependente. Em sua pesquisa, os autores conseguiram demonstrar que na África é possível gerar um incremento do EVA através do gerenciamento de resultados. Já nos países do G20, essa manipulação gera redução do EVA. Essa diferença é explicada por fatores como desenvolvimento nacional e cultura, além de serem nações que já passaram por um tsunami financeiro.

Raj, Beck e Soliman (2019) analisaram o compromisso de gerenciamento baseado em valor das empresas automotivas e examinaram os fatores que explicam os parâmetros de controle na indústria automotiva. Os resultados mostram que as empresas automotivas se comprometeram com o gerenciamento orientado a valor e implementaram abordagens orientadas a valor. No entanto, nem todos os fornecedores estão comunicando isso em seus

relatórios. Os resultados também mostram que o EVA é o principal indicador-chave na indústria automotiva.

Diatmika e Yuniarta (2019) buscaram determinar o efeito da avaliação de desempenho financeiro com a GBV em hotéis em Bali. Os resultados do estudo demonstram que GBV tem uma influência significativa sobre: (1) o aumento das taxas de ocupação do quarto, (2) o aumento dos lucros, (3) o aumento da confiança do credor e (4) o aumento da confiança do investidor e potencial investidor.

Cachanosky e Lewin (2016) estimaram o impacto dos movimentos das taxas de juros nas empresas que têm mais e menos rotações. Seguindo conceitos financeiros como duração e EVA, revelaram que as empresas que têm mais rotatividade, ou seja, trabalham com fluxos de caixa esperados com maior duração e são mais sensíveis aos movimentos da taxa de juros. Na medida em que a política monetária é capaz de mover a taxa de desconto usada pelos investidores, a política monetária altera o valor presente relativo de qualquer projeto de investimento e, portanto, afeta a alocação de recursos.

Křečková (2018) analisou a rentabilidade de clientes de médias empresas para os quais foi aprovada uma exposição de crédito em um dos bancos que operam no mercado bancário de um país pertencente à União Europeia utilizando o EVA e o Retorno Ajustado pelo Risco sobre Capital (RAROC), atualmente no setor bancário. Embora ambas as medidas (RAROC e EVA) sejam baseadas nas mesmas variáveis iniciais, os resultados da medida de rentabilidade mostram resultados diferentes em termos de nível de rentabilidade dos clientes e, portanto, sua contribuição para a rentabilidade total da carteira de clientes. Usar a ferramenta EVA em vez da medição RAROC, portanto, poderia ajudar os gerentes de relacionamento e gerentes de agências do banco a focar nos clientes, criando maior valor agregado do que outros.

Vochozka e Machová (2017) buscaram identificar quais indicadores eram geradores de valor no setor de construção. Foram analisadas 65.656 empresas de 2006 a 2015 da República Tcheca. Para análise, foram utilizadas as demonstrações dessas empresas e para demonstrar as mudanças no valor foi utilizado como ferramenta o EVA. As seguintes variáveis foram identificadas como as mais significativas: lucro ou prejuízo do período contábil atual, patrimônio líquido, empréstimos e resgates bancários, contas a receber de clientes, ativos de longo prazo e ativos circulantes.

Mareček e Rowland (2017) analisaram a relação que o EVA tem com o ROE. Utilizaram as demonstrações financeiras de uma empresa do setor automotivo no intervalo de tempo de 2000 e 2015. Utilizando o EVA como método de avaliação, e através de 10.000 redes neurais, os autores demonstraram que o EVA não é dependente do ROE.

Santos *et al.* (2018), investigaram a relação entre o EVA e o retorno das ações de 178 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O EVA foi a medida de desempenho utilizada em seu estudo, e os dados coletados para o cálculo do modelo compreendem o período entre 2010-2015, sendo obtidos através da base de dados Bloomberg®. Em seus resultados, observaram que, em média, as firmas analisadas têm apresentado retornos negativos e sido destruidoras de valor; e as correlações evidenciam que há relação do EVA com o retorno das ações, embora em um nível inferior ao do ROA. Além disso, foi constatado que as variáveis EVA, ROA e Tamanho apresentaram-se positiva e estatisticamente significantes para explicar o retorno contínuo e o retorno anormal das ações.

Pletsch, Reif e Silva (2015) analisaram a relação entre o EVA e os indicadores do mercado de 31 empresas brasileiras pertencentes ao índice IBrX 100 no período 2008-2012. Como ferramenta usaram o EVA e indicadores de mercado. Os resultados mostram que somente a variável valor de mercado tem influência sobre o EVA.

Echeverry (2006) analisou a validade do EVA como uma medida de valor gerado e de sua utilidade para a avaliação de projetos de investimento. Relacionando o EVA com outros indicadores, como *Cash Value Added*, taxa de retorno de fluxo de caixa, e utilidade econômica, o autor concluiu que tem relação com estes indicadores, que apesar de não dever ser considerado como único indicador necessário para apoiar decisões é sim um indicador de valor da empresa.

Russo e Parisi (2017) buscaram demonstrar os benefícios da utilização da GBV para a gestão do desempenho econômico de indústrias. O período observado foi entre 2012 e 2015 em uma indústria do setor têxtil. Utilizando o EVA como ferramenta de mensuração de desempenho, os autores comprovaram que essa implantação possibilitou a melhoria do processo de gestão e dos sistemas de informação, contribuindo, conseqüentemente, com a melhoria do desempenho dos gestores e da organização.

Panigrahi (2017) investigou as ferramentas de medição de desempenho e as relações de riqueza dos acionistas no contexto das empresas de construção listadas em bolsa na Malásia. O estudo usou técnicas de análise de dados em painel e realizou testes de relação de termos de erro e regressão para testar a hipótese. Os dados do painel composto por 280 observações no período 2003-2012 indicam que o valor do acionista é uma função das medidas de desempenho. Os resultados apoiam conclusivamente as alegações de estudos anteriores sobre o papel do lucro por ação, valor econômico agregado (EVA) e taxa de pagamento de dividendos; e ainda apoia a utilidade potencial da métrica de desempenho para desempenho interno e externo.

Em vista dos estudos acima citados, além do desenvolvimento teórico realizado nos itens anteriores, entende-se que a GBV é positiva em diversos aspectos da organização,

melhorando o desempenho da organização, e que o valor de mercado da firma é influenciado pelo EVA, sendo considerado indicador-chave para demonstrar se há ou não a criação de valor.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de cumprir os objetivos desta pesquisa, delimitou-se o intervalo temporal de 2015 a 2019. Foi definido uma série temporal de cinco anos, pois considera-se suficiente para revelar autocorrelações, tendência ou variação. Também são necessários ajustes nas demonstrações contábeis disponibilizadas pela empresa, assim como realizar o cálculo de indicadores e taxas para obter os valores do EVA de cada período.

Os dados contábeis utilizados na pesquisa são os Balanços Patrimoniais e as DRE do período de 2015 a 2019. Esses dados serão extraídos da central de resultados exibida no próprio site da JBS S.A.². Também foram utilizados indicadores divulgados por empresas e entidades através de *sites*, como o *T-bond*, indicador divulgado pelo Tesouro dos Estados Unidos, o *Beta* alavancado do setor, divulgado pelo *site Damodaran Online*, a variação de retorno da *Standard & Poor's 500*, divulgado pela *S&P Global*, e o *Emerging Market Bond Index Plus (EMBI+)*, divulgado pela *JP Morgan*.

Para o cálculo do custo da dívida (K_i) líquido foi necessário: o total das dívidas, identificado no Balanço Patrimonial (BP) da empresa como empréstimos e financiamentos, ambos no passivo circulante e não circulante; e os encargos financeiros, que foi encontrado na DRE e identificado pela conta despesas financeiras. Para encontrar o K_i líquido, foi necessário dividir os encargos financeiros pelo total das dívidas e descontar a taxa do imposto de renda. Segue a expressão:

$$K_i = \frac{\text{encargos financeiros}}{\text{passivo exigível}} \times (1 - IR)$$

Para calcular o custo de capital próprio (K_e) foi necessário: a taxa livre de risco, que foi utilizada a taxa de rendimento dos títulos do tesouro americano (*T-Bond*) com vencimento em 30 anos³; o coeficiente *Beta*, que pode ser obtido pelo cálculo do *Beta* alavancado, utilizando o *Beta* não alavancado do setor, que pode ser obtido no *site Damodaran Online*, e o índice de alavancagem da firma, obtido pela divisão do passivo oneroso pelo patrimônio líquido; o retorno do mercado, que foi utilizado a série histórica de variação de retorno de agosto de 2005 a agosto de 2019 da *Standard & Poor's 500*⁴; e o risco país, que pode ser obtido pelo índice (EMBI+), fornecido pelo IPEA data⁵. Segue a expressão:

² <https://ri.jbs.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>

³ <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>

⁴ <https://www.spglobal.com/spdji/en/>

⁵ <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>

$$K_e = [R_f + \beta \times (R_m - R_f)] + R_{BR}$$

Obtido os valores de K_i e K_e , foi possível obter o *Weighted Average Cost of Capital* (*WACC*), calculado a partir da ponderação dos custos de capital pela sua respectiva participação na composição do endividamento da empresa. O investimento total foi obtido através da soma do Patrimônio Líquido e do Passivo Oneroso. Segue a expressão:

$$WACC = \left[\left(\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Investimento}} \right) \times K_e \right] + \left[\left(\frac{\text{Passivo Oneroso}}{\text{Investimento}} \right) \times K_i \right]$$

Para calcular o ROI (Retorno sobre o Investimento) foi necessário ajustar as Demonstrações do Resultado do Exercício a fim de obter o *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT). O ajuste realizado foi a exclusão de receitas e despesas financeiras das despesas da empresa. O ROI foi calculado pela divisão do NOPAT pelo investimento. Segue a expressão:

$$ROI(\%) = \frac{NOPAT}{\text{Investimento}} \times 100$$

Obtido os valores do WACC, NOPAT e investimento de cada período foi possível calcular o valor econômico agregado (EVA), subtraindo o ROI pelo WACC e multiplicando o resultado pelo investimento. Segue a expressão:

$$EVA = (ROI - WACC) \times \text{Investimento}$$

Com o EVA, foi feito o cálculo do Valor de Mercado Agregado (MVA), que é obtido a partir da divisão do EVA pelo WACC. Segue a expressão:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC}$$

4. RESULTADOS

Os itens a seguir exibem os resultados das análises aplicadas aos dados desta pesquisa. Primeiramente foi feito uma descrição do objeto de estudo e a seguir são exibidas as análises realizadas com o intuito de atingir os objetivos previamente definidos.

4.1 Descrição do (s) objeto(s) de estudo

Fundada em 1953, por José Batista Sobrinho, em Anápolis, Goiás, a JBS S.A. é uma multinacional brasileira e uma das líderes globais no setor de alimentos. Atualmente sua sede é localizada na cidade de São Paulo e é presente em 15 países e emprega 230 mil funcionários.

Em seu portfólio, a JBS produz e comercializa seus produtos através de unidades de negócios, sendo elas duas unidades no setor de bovinos, duas no setor de aves, três no setor de suínos, uma no setor do couro, dez no setor de novos negócios, que reúne as operações que transformam os coprodutos e materiais não aproveitados do processamento da carne bovina, suína e de aves em produtos de alto valor agregado, e a unidade de negócios *Swift*, com canais de venda própria e controle de toda a cadeia.

Fazem parte da composição acionária e societária a J&F Investimentos S.A. e Formosa, controladora da companhia, com 40,97% das ações. Já em circulação, 21,82% são detidas pelo BNDES Participações S.A. – BNDESPAR e 36,83% são de outros acionistas minoritários. A companhia também possui 0,38% de suas ações em tesouraria (JBS, 2020c).

Segundo a JBS (2020b), os seguintes acontecimentos foram os principais fatos ocorridos e ações realizadas pela organização durante o período de análise deste trabalho:

- Em 2015, a JBS adquire a *Moy Park*, empresa especializada no processamento de aves e fabricação de produtos preparados, e a unidade de suínos da *Cargill* nos Estados Unidos, se tornando o segundo maior negócio de processamento de suínos nos EUA.
- Em 2016, A *Pilgrim's* (subsidiária) adquire a *GNP (Gold'n Plump)*, empresa de produtos de alto valor agregado de frango com presença em todo o território estadunidense.
- Em 2017, a JBS USA conclui a aquisição da *Plumrose*, empresa que opera no segmento de produtos preparados e de alto valor agregado, incluindo bacon, presunto, carnes fatiadas, e cortes suínos, comercializados através de marcas reconhecidas.
- Em 2018, a companhia elegeu seu atual Diretor Executivo, Gilberto Tomazoni.

- Em 2019, realizou a aquisição da *Tulip*, líder na produção de carne suína e alimentos preparados com operações no Reino Unido para criar uma líder em proteína e alimentos preparados na Europa, e da *Marba*, uma das marcas mais tradicionais no segmento de frios e embutidos e referência no segmento de mortadelas no Estado de São Paulo.

4.2 Demonstrações Financeiras

A Tabela 1 apresenta a análise vertical das principais contas que compõem os ativos da JBS no período de análise, e foi usado de valor base o ativo total. Foram evidenciados os principais grupos de contas, ativo circulante e não circulante, e as contas com maior participação.

Tabela 1 - Análise vertical dos ativos da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Ativo Circulante	40,66%	32,99%	33,22%	32,33%	33,18%
Disponibilidades	8,80%	5,46%	5,41%	3,50%	3,77%
Valores a Receber	9,89%	9,33%	8,59%	8,46%	8,81%
Estoques	9,07%	9,35%	8,91%	9,91%	10,64%
Ativo Não Circulante	59,34%	67,01%	66,78%	67,67%	66,82%
Ativo Realizável a Longo Prazo	4,62%	8,26%	10,09%	10,91%	12,40%
Imobilizado	28,88%	32,20%	30,88%	30,76%	30,16%
Intangível	25,55%	26,19%	25,76%	25,93%	24,18%
ATIVO TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Entre os itens de maior participação do Ativo Circulante destacam-se as contas: Disponibilidades, que em 2015 representava 8,80% do Ativo Total, tendo sua participação reduzida nos anos seguintes, respectivamente, para 5,46%, 5,41%, 3,50% e 3,77%; Valores a Receber, com 9,89% de participação em 2015, e reduzindo para, respectivamente, 9,33%, 8,59%, 8,46%, e 8,81%; e Estoques, que teve aumento de participação no período de análise, de 9,07% em 2015 para, respectivamente, 9,35%, 8,91%, 9,91%, e 10,64% no final do intervalo de análise. Essas mudanças provocaram uma redução do Ativo Circulante, que variou de 40,66% no início do período analisado, para 32,99%, 33,22%, 32,33%, e 33,18% em 2019.

Já entre os itens do Ativo Não Circulante, destacam-se: o Ativo Realizável a Longo Prazo, variando positivamente de 4,62% em 2015 para 8,26%, 10,09%, 10,91%, e 12,40% em 2019; o Imobilizado, aumentando de 28,88% em 2015 para, respectivamente, 32,20%, 30,88%, 30,76%, e 30,16% no final do período analisado; e o Intangível, que representava 25,55% em 2015, aumentando para 26,19% no ano seguinte, e variando, respectivamente, para 25,76%,

25,93%, e 24,18% em 2019, menor participação no período de análise. Com isso, o Ativo Não Circulante aumentou sua participação no período de análise, variando de 59,34% em 2015, para 67,01%, 66,78%, 67,67%, e 66,82% em 2019.

Na Tabela 2, é exibida a análise horizontal dos ativos da JBS S.A. durante o período de análise, apresentando as variações das contas de maior participação no Ativo Total, tendo como referencial o primeiro ano de análise. Referente as contas do Ativo Circulante, apresenta-se os seguintes resultados: a conta Disponibilidades reduziu, respectivamente, para 52,05% em 2016, 54,61%, 37,11%, e 44,17% em 2019; a conta Valores a Receber, variando para 79,12% em 2016, e respectivamente 77,01%, 79,68%, e 91,89% nos anos de análise, sendo 2019 o ano de maior valor; e a conta Estoques, que reduziu para 86,49% em 2016 e 87,17% em 2017, e aumentando respectivamente para 101,82% e 120,97% no final do período de análise. Com isso, o Ativo Circulante variou, respectivamente, para 68,10%, 72,49%, 74,08%, e 84,17% em 2019.

Tabela 2 - Análise horizontal dos ativos da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Ativo Circulante	100,00%	68,10%	72,49%	74,08%	84,17%
Disponibilidades	100,00%	52,05%	54,61%	37,11%	44,17%
Valores a Receber	100,00%	79,12%	77,01%	79,68%	91,89%
Estoques	100,00%	86,49%	87,17%	101,82%	120,97%
Ativo Não Circulante	100,00%	94,78%	99,86%	106,26%	116,13%
Ativo Realizável a Longo Prazo	100,00%	150,23%	193,91%	220,34%	277,18%
Imobilizado	100,00%	93,58%	94,86%	99,23%	107,68%
Intangível	100,00%	86,02%	89,45%	94,54%	97,59%
ATIVO TOTAL	100,00%	83,93%	88,73%	93,18%	103,13%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Referente ao Ativo Não Circulante, as variações nas suas principais contas foram: o Ativo Realizável a Longo Prazo, que variou positivamente para 150,23%, 193,91%, 220,34%, e 277,18%; o Imobilizado, que reduziu para 93,58% em 2016, e aumentando, respectivamente, para 94,86%, 99,23%, e 107,68%; e o Intangível, também, reduzindo para 86,02% no primeiro ano de análise, e aumento nos meses seguintes para 89,45%, 94,54% e 97,59%. Devido a essas mutações, o Ativo Não Circulante variou inicialmente de forma negativa, para 94,78%, seguindo com variações positivas, consecutivamente, para 99,86%, 106,26%, e 116,13%. Já o Ativo Total apresentou o mesmo movimento, reduzindo para 83,93% em 2016, e aumentando nos anos seguintes para 88,73%, 93,18%, e 103,13%.

A Tabela 3 apresenta a análise vertical dos passivos da JBS S.A., destacando as suas principais contas. Referente ao Passivo Circulante, destacam-se as seguintes contas:

Fornecedores, que em 2015 representava 10,14% no início do intervalo de análise, e variando, respectivamente, para 10,42%, 9,19%, 11,46%, e 13,81% em 2019; e Empréstimos e Financiamentos, que representava 17,07% em 2015, 17,65% em 2016, e foi reduzida para 12,44%, 2,56%, e 1,65%, consecutivamente. Dada essa variação, o Passivo Circulante variou de 32,76% em 2015 para 32,44% em 2016, e reduziu para 26,84% em 2017 e 18,92% em 2018, e aumentando para 22,52% em 2019.

Tabela 3 - Análise vertical dos passivos da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Passivo Circulante	32,76%	32,44%	26,84%	18,92%	22,52%
Fornecedores	10,14%	10,42%	9,19%	11,46%	13,81%
Empréstimos e Financiamentos	17,07%	17,65%	12,44%	2,56%	1,65%
Passivo Não Circulante	43,06%	44,69%	49,11%	56,59%	51,77%
Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo	36,71%	37,07%	40,02%	46,63%	40,33%
Patrimônio Líquido	24,18%	22,87%	24,05%	24,48%	25,71%
Capital Social	19,25%	22,93%	21,69%	20,65%	18,66%
PASSIVO TOTAL E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Referente ao Passivo Não Circulante, esse grupo de contas variou inicialmente de 43,06% para 44,69% em 2016, aumentando em 2017 para 49,11%, 56,59% em 2018, e reduzindo para 51,77% em 2019. Destaca-se a conta Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo, que variou positivamente de 36,71% no primeiro ano de análise para, respectivamente, 37,07%, 40,02%, 46,63%, e 40,33%. O Patrimônio Líquido variou de 24,18% em 2015 para, 22,87%, 24,05%, 24,48%, e 25,71%. A principal conta desse grupo foi o Capital Social, que representava 19,25% em 2015, e variando nos anos seguintes para 22,93%, 21,69%, 20,65%, e 18,66%.

Já na Tabela 4 é apresentado a análise horizontal das contas de maior participação nos passivos da JBS S.A. Referente ao Passivo Circulante, esse grupo de contas variou negativamente para 83,09%, 72,70%, 53,82%, aumentando para 70,90%, respectivamente. A conta Fornecedores reduziu para 86,28% em 2016 e 80,45% em 2017, e aumentando para 105,27% em 2018 e 140,49% em 2019. Já a conta Empréstimos e Financiamentos variou negativamente, consecutivamente, para 86,81%, 64,70%, 13,98%, e 9,94%.

Tabela 4 - Análise horizontal dos passivos da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Passivo Circulante	100,00%	83,09%	72,70%	53,82%	70,90%
Fornecedores	100,00%	86,28%	80,45%	105,27%	140,49%

Empréstimos e Financiamentos	100,00%	86,81%	64,70%	13,98%	9,94%
Passivo Não Circulante	100,00%	87,12%	101,20%	122,47%	123,99%
Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo	100,00%	84,74%	96,71%	118,35%	113,28%
Patrimônio Líquido	100,00%	79,39%	88,25%	94,34%	109,66%
Capital Social	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASSIVO TOTAL E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	100,00%	83,93%	88,73%	93,18%	103,13%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Sobre o Passivo Não Circulante, esse grupo de contas variou negativamente em 2016 para 87,12%, e crescendo, respectivamente, para 101,20%, 122,47%, e 123,99%. A conta Empréstimos e Financiamentos a Longo Prazo foi reduzida para 84,74%, e aumentando gradualmente para, respectivamente, 96,71%, 118,35%, e 113,28%. Referente ao Patrimônio Líquido, este variou para 79,39% em 2016, e aumentando para, respectivamente, 88,25%, 94,34%, e 109,66%. Sua principal conta, o Capital Social, permaneceu constante durante o período de análise. Dadas essas mutações, o Passivo Total e Patrimônio Líquido variou para 83,93% em 2016, aumentando para 88,73% em 2017, 93,18% em 2018 e 103,13% em 2019.

A Tabela 5 apresenta a análise vertical da DRE da JBS S.A., destacando-se os itens de maior participação. Foi tomado como conta base a Receita de Vendas. O Custo dos bens e serviços vendidos é o item de maior participação, representando 86,13% em 2015, 87,49% em 2016, 85,43% em 2017, 85,50% em 2018 e 84,38% em 2019. A conta Total de despesas operacionais variou positivamente de 8,27% no primeiro ano para 8,64% em 2016, 10,45% em 2017, 10,56% em 2018, e reduzindo para 9,04% em 2019. O Resultado antes dos juros e não operacional representava 5,60% em 2015, oscilando nos anos seguintes, representando 3,86% em 2016, 4,12% em 2017, 3,94% em 2018, e aumentando para 6,58% em 2019.

Tabela 5 - Análise vertical da DRE da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Receita de vendas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo dos bens e serviços vendidos	86,13%	87,49%	85,43%	85,50%	84,38%
Total de despesas operacionais	8,27%	8,64%	10,45%	10,56%	9,04%
Resultado antes dos juros e não operacional	5,60%	3,86%	4,12%	3,94%	6,58%
Resultado Financeiro	-0,80%	-3,70%	-3,43%	-4,56%	-2,93%
Resultado Líquido do Exercício	3,15%	0,33%	0,63%	0,12%	3,16%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Destaca-se o Resultado Financeiro pela sua variação, que representava -0,80% em 2015, crescendo para -3,70% em 2016, -3,43% em 2017, atingindo a maior participação em 2018, de -4,56%, e reduzindo em 2019 para -2,93%. O Resultado Líquido do Exercício representou,

respectivamente, por 3,15% em 2015, reduzido para 0,33% em 2016, 0,63% em 2017, 0,12% em 2018, sendo o ano de menor participação, e aumentando para 3,16% em 2019.

Na Tabela 6 é apresentada a análise horizontal das principais contas da DRE da JBS S.A. Foi tomado como conta base o ano inicial do intervalo analisado. Referente a Receita de vendas, houve variação positiva para 104,58% em 2016, seguida de uma redução para 100,16% em 2017, aumentando para 111,52% em 2018 e 125,54% em 2019. A conta Custo dos bens e serviços vendidos teve variação positiva para 106,23% no primeiro ano, seguida de uma redução em 2017 para 99,34%, aumentando para 110,70% em 2018 e 122,98% em 2019. O Total de despesas operacionais aumentou constantemente durante o período de análise, atingindo, respectivamente, 109,35%, 126,53%, 142,41%, e 137,33% no período de análise. O Resultado antes dos juros e não operacional variou negativamente para 72,20% em 2016, aumentando para 73,77% em 2017, 78,48% em 2018, e 147,46% em 2019.

Tabela 6 - Análise horizontal da DRE da JBS S.A.

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Receita de vendas	100,00%	104,58%	100,16%	111,52%	125,54%
Custo dos bens e serviços vendidos	100,00%	106,23%	99,34%	110,70%	122,98%
Total de despesas operacionais	100,00%	109,35%	126,53%	142,41%	137,33%
Resultado antes dos juros e não operacional	100,00%	72,20%	73,77%	78,48%	147,46%
Resultado Financeiro	100,00%	485,26%	430,21%	636,79%	460,17%
Resultado Líquido do Exercício	100,00%	11,02%	19,99%	4,10%	126,05%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Referente a conta Resultado Financeiro, revelou-se uma grande variação positiva, sendo 485,26% em 2016, oscilando para 430,21% em 2017, atingindo uma máxima de 636,79% em 2018, e 460,17% em 2019. Devido a essas mutações, o Resultado Líquido do Exercício oscilou para 11,02% em 2016, 19,99% em 2017, 4,10% em 2018, e variando positivamente para 126,05% em 2019.

4.3 Evolução do NOPAT

O passo inicial para obtenção dos valores de EVA e MVA consiste na apuração do NOPAT da firma. A Tabela 7 apresenta os valores obtidos para o Lucro Operacional e o IR incidente no Lucro Operacional, utilizados para calcular o NOPAT da JBS S.A.

Tabela 7 – Cálculo do NOPAT da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Lucro Operacional	9.120.362	6.584.631	6.728.452	7.157.407	13.448.713
IR incidente no Lucro Operacional	3.100.923	2.238.775	2.287.674	2.433.518	4.572.562

NOPAT	6.019.439	4.345.856	4.440.778	4.723.889	8.876.151
--------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Analisando a evolução do NOPAT no período, revelou-se que de 2015 a 2016, o indicador reduziu em -27,80%, aumentando em 2,18% entre 2016 e 2017, em 6,38% entre 2017 e 2018, e em 87,90% entre 2018 e 2019.

4.4 Evolução do Capital Investido

A próxima etapa consiste em demonstrar a evolução do investimento total da JBS S.A. durante o período de 2015 a 2019. A Tabela 8 apresenta os valores do Total das dívidas e do Patrimônio Líquido, utilizados para calcular o Capital Investido da companhia do período de análise.

Tabela 8 - Cálculo do Capital Investido da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Total das dívidas	65.882.726	56.260.414	57.024.651	56.153.528	53.028.043
Patrimônio Líquido	29.621.378	23.517.252	26.140.668	27.946.209	32.482.049
Capital Investido	95.504.104	79.777.666	83.165.319	84.099.737	85.510.092

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Analisando a variação do Capital Investido, revelou-se que de 2015 a 2016, o indicador reduziu em -16,47%, entre 2016 e 2017 aumentou em 4,25%, em 1,12% entre 2017 e 2018, e em 1,68% entre 2018 e 2019.

4.5 Evolução do Retorno sobre o Capital Investido

Mensurados os valores de NOPAT e Capital Investido, é possível calcular o ROI do período da JBS S.A., conforme é exibido na Tabela 9. A variação anual do ROI no intervalo de análise foi de -13,57%, -1,98%, 5,19% e 84,80%, respectivamente.

Tabela 9 - Cálculo do ROI da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	6.019.439	4.345.856	4.440.778	4.723.889	8.876.151
Investimento total	95.504.104	79.777.666	83.165.319	84.099.737	85.510.092
ROI	6,30%	5,45%	5,34%	5,62%	10,38%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

4.6 Evolução do Custo da Dívida

Para calcular o custo da dívida foram utilizados valores do Total das dívidas, os encargos financeiros descontados das receitas financeiras, e a alíquota nominal do IR incidente sobre o lucro. Na Tabela 10 são apresentados os valores obtidos dos anos em análise.

Tabela 10 - Cálculo do Custo da Dívida da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Total das dívidas	65.882.726	56.260.414	57.024.651	56.153.528	53.028.043
Resultado Financeiro	1.300.616	6.311.309	5.595.326	8.282.220	5.985.079
Alíquota nominal do IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Custo da Dívida (K_i)	1,30%	7,40%	6,48%	9,73%	7,45%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

4.7 Evolução do Custo do Capital Próprio

Na Tabela 11 é apresentado o cálculo do Custo do Capital Próprio da JBS S.A., assim como sua evolução durante o período de análise. A fim de se analisar a organização a partir de ótica externa, o custo do capital próprio da JBS S.A. foi calculado utilizando indicadores de mercado, como a Média anual EMBI+ (R_{BR}), o Rendimento da *T-Bond* com vencimento em 30 anos (R_f), *Beta* não alavancado do setor (*Damodaran*), e a Variação S&P 500 de 2005 a 2019 (R_m).

Tabela 11 - Cálculo do Custo do Capital Próprio da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Média anual EMBI+ (R_{BR})	3,46%	3,82%	2,68%	2,72%	2,41%
Rendimento da <i>T-Bond</i> com vencimento em 30 anos (R_f)	3,01%	3,06%	2,74%	3,02%	2,39%
Índice de alavancagem	2,22	2,39	2,18	2,01	1,63
<i>Beta</i> não alavancado do setor (<i>Damodaran</i>)	0,70	0,66	0,78	0,73	0,64
<i>Beta</i> Alavancado (β)	1,73	1,71	1,90	1,70	1,34
Variação S&P 500 de 2005 a 2019 (R_m)	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%	7,32%
Custo de Capital Próprio (K_e)	13,93%	14,15%	14,11%	13,04%	11,40%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

4.8 Evolução do Custo Médio Ponderado de Capital

Na Tabela 12 é apresentado o cálculo e a evolução do WACC da JBS S.A. Para calcular o custo ponderado da firma durante o período de análise, utilizou-se o Investimento total, o Total das dívidas, o K_i , o Patrimônio Líquido e o K_e .

Tabela 12 - Cálculo do WACC da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
Investimento total	95.504.104	79.777.666	83.165.319	84.099.737	85.510.092
Total das dívidas	65.882.726	56.260.414	57.024.651	56.153.528	53.028.043
K_i	1,30%	7,40%	6,48%	9,73%	7,45%
Patrimônio Líquido	29.621.378	23.517.252	26.140.668	27.946.209	32.482.049
K_e	13,93%	14,15%	14,11%	13,04%	11,40%
WACC	5,22%	9,39%	8,88%	10,83%	8,95%

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

4.9 Evolução do EVA

Como um dos objetivos específicos deste trabalho, neste item é exibido o cálculo e a evolução do EVA da JBS S.A. durante o intervalo de 2015 a 2019. Para o cálculo, utilizou-se o ROI, o WACC e Capital Investido, previamente obtidos na evolução desse trabalho. São apresentados os resultados na Tabela 13.

Tabela 13 – Cálculo do EVA da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
ROI	6,30%	5,45%	5,34%	5,62%	10,38%
WACC	5,22%	9,39%	8,88%	10,83%	8,95%
Capital Investido	95.504.104	79.777.666	83.165.319	84.099.737	85.510.092
EVA	1.033.418	(3.148.449)	(2.940.912)	(4.387.076)	1.221.433

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

De acordo com os valores calculados para o EVA, foi possível verificar que a JBS S.A. destruiu valor econômico entre 2016 a 2018, acumulando uma destruição de valor de R\$ 10,48 bilhões nesse período. Essa destruição se deve ao *spread* entre o ROI e WACC apurados. A redução dos desproporcional entre o NOPAT (Tabela 7) e o Capital Investido (Tabela 8) representou a redução do ROI (Tabela 9), e aumento negativo do Resultado financeiro (Tabela 6) e o alto risco sistemático apontado pelo *Beta* (Tabela 11) geraram o aumento do WACC (Tabela 12) no período de análise.

Já em 2015 e 2019, foi apurado criação de valor de, respectivamente, R\$ 1,03 bilhão e R\$ 1,22 bilhão. Em 2015, o baixo Resultado financeiro (Tabela 5) foi responsável pela redução do ROI (Tabela 9) e conseqüentemente do WACC (Tabela 12). Em 2019, o *spread* positivo entre o ROI e o WACC foi devido ao crescimento superior do NOPAT (Tabela 7) em relação ao Capital Investido (Tabela 8), levando ao aumento do ROI (Tabela 9), a redução do índice de alavancagem (Tabela 11) gerou a redução do WACC.

4.10 Evolução do MVA

Por fim, na Tabela 14 são apresentados os elementos necessários para calcular o MVA e ilustrar se houve geração de riqueza. Para realizar o cálculo, são necessários o EVA e o WACC.

Tabela 14 - Cálculo do MVA da JBS S.A. (Valores em R\$ mil)

CONTAS	2015	2016	2017	2018	2019
EVA	1.033.418	(3.148.449)	(2.940.912)	(4.387.076)	1.221.433
WACC	5,22%	9,39%	8,88%	10,83%	8,95%

MVA	19.794.463	(33.515.567)	(33.133.591)	(40.495.374)	13.644.502
------------	-------------------	---------------------	---------------------	---------------------	-------------------

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

Assim como observado no cálculo do EVA, a companhia destruiu valor em três dos cinco anos de análise, acumulando um resultado de destruição de valor de mercado no período de R\$ -73,71 bilhões de reais.

5. DISCUSSÃO

Neste item, são discutidos os resultados de trabalhos que propuseram o cálculo do EVA da JBS S.A., a fim de gerar um comparativo entre os métodos empregados, especificamente os estudos de Silva *et al.* (2013) e Puperi, Bitencourt e Caleman (2014).

O trabalho desenvolvido por Puperi, Bitencourt e Caleman (2014) analisou a JBS S.A. através de uma abordagem qualitativa, consistindo na análise de conteúdo, e quantitativa, utilizando o método EVA. No estudo, foi analisado o ano de 2011.

O primeiro passo que as autoras tomaram para calcular o EVA foi a análise das demonstrações financeiras, investigando se houve resultado contábil positivo ou negativo. Após isso, as autoras apuraram o valor adicionado e a remuneração do capital do acionista. Na Tabela 15 é apresentado a evolução da DRE e o valor adicionado.

Tabela 15 - Demonstração Financeira e de Valor Adicionado (valores em milhares de R\$)

JBS S/A	2011
Receita Operacional Bruta	61.796.761
Lucro Bruto	6.696.554
Despesas Operacionais	-6.926.662
Resultado do exercício	-322.885
DISTRIBUIÇÃO DO VALOR ADICIONADO	
Pessoal	1.314.186
Impostos, Taxas e Contribuições	1.228.868
Remuneração de Capital de Terceiros	3.433.556
Remuneração de Capitais Próprios	-75.705
Valor Adicionado a Distribuir	5.900.905

Fonte: Adaptado de Puperi, Bitencourt e Caleman (2014)

Após isso, as autoras apuraram o quanto de capital próprio havia empregado no ano de análise, e calcularam a taxa de retorno do capital próprio, dividindo a Remuneração do Capital Próprio pelo Total do Patrimônio Líquido, demonstrado na Tabela 16.

Tabela 16- Cálculo da remuneração de capital próprio da JBS (Valores em milhares de R\$)

CONTAS	2011
Remuneração do Capital Próprio	-75.705
Total do Patrimônio Líquido	21.599.188
Taxa de remuneração	-0,35%

Fonte: Adaptado de Puperi, Bitencourt e Caleman (2014)

Por fim, as autoras calcularam o EVA da JBS S.A. multiplicando a Taxa de remuneração pelo Patrimônio Líquido, como exibido na Tabela 17. As autoras também simularam a

remuneração caso o capital próprio tivesse sido investido em títulos remunerados pela taxa Selic.

Tabela 17 - Cálculo da remuneração obtidas pela JBS e Selic

CONTAS	SELIC	JBS
Capital próprio empregado pelo acionista	21.599.188.000,00	21.599.188.000,00
Taxa de juros	9,33%	-0,35%
Remuneração obtida	2.014.124.281,00	-75.597.158,00

Fonte: Adaptado de Puperi, Bitencourt e Caleman (2014)

Com isso, as autoras demonstraram que a JBS S.A. destruiu valor, além de apresentar remuneração bem inferior à taxa Selic, considerada taxa de retorno de menor risco no país, demonstrando que seus acionistas obteriam melhor rentabilidade caso tivessem investido em outros ativos.

Segundo os diversos autores referenciados neste trabalho, além do método de cálculo proposto por Assaf Neto (2016), o EVA deve levar em consideração a ponderação do custo de capital de terceiros e próprio, descontada da taxa de retorno do negócio, multiplicada pelo capital investido no negócio.

Além disso, nota-se que as autoras apuraram um retorno negativo do capital próprio, o que diverge do resultado para custo de capital próprio calculado na pesquisa, assim como no item que apresenta resultados de aplicações do método do EVA e MVA, onde apurou-se K_e positivo.

No trabalho desenvolvido por Silva *et al.* (2013) a JBS S.A. foi analisada a partir da perspectiva de indicadores tradicionais, pela Necessidade de Capital de Giro e o EVA. O período de análise foi de 2010 a 2012.

Assim como proposto no referencial teórico, a pesquisa realizada por Silva *et al.* (2013) seguiram as etapas de cálculo do EVA, inicialmente apurando o valor do NOPAT, conforme apresentado na Tabela 18.

Tabela 18 - Cálculo do NOPAT da JBS S.A. (Valores em milhares de R\$)

CONTAS	2010	2011	2012
Res. Ant. Desp. Financeiras	2.286.482	1.780.620	2.720.529
(1 - % Imp. renda)	(1 - 0,34)	(1 - 0,34)	(1 - 0,34)
NOPAT	1.509.078	1.175.209	1.795.549

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

Após isso, os autores apuraram o Custo de Capital de Terceiros da JBS S.A. no período de análise. Na Tabela 19 são exibidos os indicadores utilizados para o cálculo, assim como os resultados obtidos para o K_i .

Tabela 19 - Cálculo dos *Ki* (Valores em milhares de R\$)

ITENS	2010	2011	2012
Capital de Ter. Curto Prazo	4.966.198	5.339.433	6.098.898
Capital de Ter. Longo Prazo	13.679.368	13.532.761	14.390.046
Total de capital de terceiro	18.645.566	18.872.194	20.489.156
Despesas Financeiras	3.155.228	2.475.882	2.921.685
Receitas Financeiras	936.046	465.154	1.583.442
Alíquota de Imposto de Renda	34,00%	34,00%	34,00%
Despesas Fin. Líq. Do IR.	1.465.320	1.327.080	883.240
Custo do Capital de Terceiro	7,86%	7,03%	4,31%

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

Sequencialmente, os autores calcularam o ROI do período analisado. Observa-se, no entanto, que os autores resolveram por utilizar o Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda (LAJIR) como dividendo da fórmula do ROI, no lugar o NOPAT, como é exibido na Tabela 20.

Tabela 20 - Cálculo do ROI (Valores em milhares de R\$)

CONTAS	2010	2011	2012
LAJIR	2.286.482	1.780.620	2.720.529
Investimento	37.340.415	40.471.382	41.922.250
ROI	6,12%	4,40%	6,49%

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

Referente ao Custo de Capital Próprio do negócio, Silva *et al.* (2013) afirmaram que não obtiveram uma taxa de retorno exigida pelos proprietários, atribuindo, de maneira aleatória, uma taxa de remuneração de 10%, visto que “a taxa de retorno aos sócios deve ser maior que a remunerações de capitais pagas aos terceiros” (p. 94).

Utilizando os dados previamente obtidos, na Tabela 21 é apresentado o cálculo do WACC da JBS S.A. no período analisado pelos autores.

Tabela 21 - Cálculo do WACC (Valores em milhares de R\$)

CONTAS	2010	2011	2012
Investimento	37.340.415	40.471.382	41.922.250
Capital de terceiros	18.645.566	18.872.194	20.488.944
Ki	7,86%	7,03%	4,31%
Capital Próprio	18.694.849	21.599.188	21.433.306
Ke	10%	10%	10%

WACC	8,93%	8,62%	7,22%
-------------	--------------	--------------	--------------

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

Por fim, os autores apresentam o resultado do cálculo do EVA realizado no trabalho. Na Tabela 22 são apresentados os indicadores utilizados, assim como os resultados obtidos para cada período de análise.

Tabela 22 - Cálculo do EVA (Valores em milhares de R\$)

CONTAS	2010	2011	2012
NOPAT	1.509.078	1.175.209	1.795.549
WACC	8,93%	8,62%	7,22%
Investimento	37.340.415	40.471.382	41.922.250
EVA	-1.825.727	-2.311.790	-1.231.022

Fonte: Adaptado de Silva *et al.* (2013).

Apesar do argumento de que a taxa de retorno do capital próprio deve ser maior que a remunerações de capitais pagas aos terceiros ser consistente com o resultado obtido na pesquisa, o método de cálculo do CAPM proposto por Assaf Neto (2016), Gitman e Zutter (2010) e Lasso (2011) tenta exprimir um valor mais próximo da expectativa de retorno de um determinado ativo, levando em consideração o ambiente de mercado que esse ativo se encontra e sua sensibilidade perante esse ambiente. Evidencia-se também que, caso os autores resolvessem por utilizar os resultados para ROI apurados na pesquisa, obteriam valores diferentes dos que foram apresentados.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quando se iniciou o trabalho de pesquisa, foi verificou na região do Mato Grosso do Sul um possível potencial para recebimento de investimentos. Além disso, observou-se os investimentos realizados pela JBS S.A. no município de Dourados. Com isso, demonstrou-se importante um estudo sobre o desempenho da JBS pela perspectiva do valor e riqueza adicionados.

Diante disso, a pesquisa teve como objetivo geral analisar o desempenho econômico da JBS S.A. sob a perspectiva do valor econômico e da riqueza adicionados pelo mercado. Os dados para realização dos cálculos foram obtidos das demonstrações financeiras da empresa, assim como de *sites* que divulgam seus indicadores, durante o período de 2015 a 2019. Consta-se que o objetivo geral foi atendido, porque efetivamente o trabalho conseguiu analisar a companhia pela ótica do valor e riqueza adicionados.

O primeiro objetivo específico proposto foi conhecer o comportamento do resultado operacional líquido da JBS S.A. Esse objetivo foi atendido, junto com o segundo objetivo específico de investigar a estrutura de capital da empresa e seu custo de financiamento, nas análises verticais e horizontais realizadas, assim como nas etapas de cálculo do valor adicionado.

O terceiro e quarto objetivos específicos desse trabalho foram, respectivamente, mensurar o EVA e MVA da empresa para identificar se houve criação ou destruição de valor considerando o período de 2015 a 2019 e evidenciar as prováveis causas que determinaram as mutações nos valores do EVA e MVA no período em análise. Esses objetivos foram atendidos nas etapas de cálculo do trabalho, assim como nas discussões feitas em cima dos resultados obtidos.

A pesquisa e seus resultados apontaram que, apesar de ter destruído mais valor do que criado no período de análise, a JBS S.A. apresenta perspectiva de crescimento, conseguindo se recuperar criando valor no último ano do intervalo analisado, aliada as diversas aquisições de empresas realizadas.

Este trabalho teve como pressuposto servir a academia, pelo conteúdo gerado e pelo método utilizado. Dado o presente estudo representar a visão de um investidor externo a organização, certos ajustes com o propósito de corrigir distorções geradas pelos dados divulgados não pode ser aplicada visto se tratar de dados privilegiados.

Apona-se como limitações do estudo a impossibilidade de obter informações contábeis internas da organização, o que poderia levar a apuração de um resultado que mais próximo ao dos analistas internos da firma.

Sugere-se, para futuros estudos, a análise e comparação entre as empresas do mesmo setor, a fim de revelar se a criação ou destruição de valor é convergente ou divergente entre as organizações do mesmo ramo.

REFERÊNCIAS

- JBS (São Paulo) (ed.). **A JBS**. 2020a. Disponível em: <https://jbs.com.br/sobre/jbs/>. Acesso em: 25 out. 2020.
- JBS (São Paulo) (ed.). **Avisos, Comunicados e Fatos Relevantes**. 2020b. Disponível em: https://ri.jbs.com.br/arquivos-cvm/avisos-comunicados-e-fatos-relevantes/#avisos_comunicados_e_fatos_relevantes_fatos_relevantes. Acesso em: 25 out. 2020.
- JBS (São Paulo) (ed.). **Composição Acionária e Societária**. 2020c. Disponível em: <https://ri.jbs.com.br/investidores-esg/governanca-corporativa/composicao-acionaria-e-societaria/>. Acesso em: 25 out. 2020.
- ALTAFF, Nufazil. Economic value added or earnings: What explains market value in Indian firms?. **Future Business Journal**, [s.l.], v. 2, n. 2, p.152-166, dez. 2016. Springer Science and Business Media LLC. <http://dx.doi.org/10.1016/j.fbj.2016.11.001>.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2016. 790 p.
- ASSAF NETO, Alexandre; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de; FREGONESI, Mariana Simões Ferraz do Amaral. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s.l.], v. 17, p.105-118, ago. 2006. FapUNIFESP (SciELO). <http://dx.doi.org/10.1590/s1519-70772006000400009>.
- BASSO, Leonardo Fernando Cruz; OLIVEIRA, Silvia Franco de; KAYO, Eduardo Kazuo. Ajustes contábeis para o cálculo do EVA: estudo sobre os procedimentos adotados em empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, [s.l.], v. 6, n. 1, p.39-58, 2008.
- BONILLA, Federico Li. EL VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA) EN EL VALOR DEL NEGOCIO. **Revista Nacional de Administración**, [s.l.], v. 1, n. 1, p.55-70, jan-jul. 2010. Universidad Estatal a Distancia. <http://dx.doi.org/10.22458/rna.v1i1.284>.
- CACHANOSKY, Nicolás; LEWIN, Peter. An empirical application of the EVA® framework to business cycles. **Review of Financial Economics**, [s.l.], v. 30, p.60-67, set. 2016. Wiley. <http://dx.doi.org/10.1016/j.rfe.2016.06.006>.
- CEPEA. **PIB DO AGRONEGÓCIO CRESCE NOVAMENTE EM FEVEREIRO, ACUMULANDO ALTA DE 2,42% NO ANO**. São Paulo: Esalq/usp, 2020. Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- DIATMIKA, I Putu Gede; YUNIARTA, G Adi. The Significant Impact of Financial Performance Assessment Value-based Management at Star Hotels in Bali. **Kne Social Sciences**, [s.l.], v. 3, n. 11, p.586-594, 24 mar. 2019. Knowledge E. <http://dx.doi.org/10.18502/kss.v3i11.4037>.
- DOURADOS. Secretaria de Desenvolvimento. **JBS investe R\$ 1,13 bilhão em Dourados e região e gera mais 3 mil empregos diretos**. 2015. Disponível em: <http://www.dourados.ms.gov.br/index.php/jbs-investe-r-113-bilhao-em-dourados-e-regiao-e-gera-mais-3-mil-empregos-diretos/>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- ECHEVERRY, Hernán Herrera. ¿És el EVA, realmente, un indicador del valor económico agregado? **Center for Research in Economics and Finance (CIEF)**, Medellín, n. 9, p.38-61, 1 maio 2006.
- GITMAN, Lawrence J.; ZUTTER, Chad J. **Principles of managerial finance**. 13. ed. San Francisco: Pearson Prentice Hall, 2010. 947 p.
- GODOY, Jorge Alberto Rivera. Rendimiento contable y EVA en la pyme de la industria del cuero, calzado y marroquinería en Colombia. **Revista Universidad y Empresa**, [s.l.], v. 22,

- n. 38, p.131-159, 9 jan. 2020. Colegio Mayor de Nuestra Senora del Rosario.
<http://dx.doi.org/10.12804/revistas.urosario.edu.co/empresa/a.7335>.
- KŘEČKOVÁ, Štěpánka. Using Economic Value Added in Ex-Ante Profitability Calculation of Bank's Medium-Sized Clients. **Prague Economic Papers**, [s.l.], v. 27, n. 2, p.232-247, 1 abr. 2018. University of Economics. <http://dx.doi.org/10.18267/j.pep.653>.
- LASSO, Enrique Armendáriz. EVA: Economic Value Added. **Administración y Gerencia**, Milagro, v. 2, n. 1, p.80-86, set. 2011.
- LIU, Zhen-jia; WANG, Yi-shu. Effect of earnings management on economic value added: G20 and African countries study. **South African Journal Of Economic And Management Sciences**, [s.l.], v. 20, n. 1, p.1-9, 25 out. 2017. AOSIS.
<http://dx.doi.org/10.4102/sajems.v20i1.1247>.
- LUNARDI, Micheli Aparecida *et al.* Criação de Valor no Desempenho Econômico de Empresas Familiares e Não Familiares Brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [s.l.], v. 5, n. 1, p.94-112, 1 jan. 2017. Portal de Periodicos UFPB.
<http://dx.doi.org/10.18405/recfin20170106>.
- MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal Of Finance**, [s.l.], v. 7, n. 1, p.77-91, mar. 1952. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/2975974>.
- MAREČEK, Jan; ROWLAND, Zuzana. The importance of ROE for calculating EVA Equity: the case of Motor Jikov Strojírenská, a.s. **Shs Web of Conferences**, [s.l.], v. 39, p.1-10, 2017. EDP Sciences. <http://dx.doi.org/10.1051/shsconf/20173901017>.
- MARTINS, Eliseu; MIRANDA, Gilberto José; DINIZ, Josedilton Alves. **Análise Didática das Demonstrações Contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2019. 242 p.
- MCLAREN, Josie; APPELYARD, Tony; MITCHELL, Falconer. The rise and fall of management accounting systems: A case study investigation of EVA™. **The British Accounting Review**, [s.l.], v. 48, n. 3, p.341-358, set. 2016. Elsevier BV.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2016.02.001>.
- MENEGAT, Valdenir; COLLE, Aliciane Aparecida Novello. Análise Financeira pelo Método: Economic Value Added - EVA e Market Value Added - MVA. **CRCSC & VOCÊ**, Florianópolis, v. 3, n. 6, p.55-67, nov. 2003.
- PALHETA, Fernanda; JARA, Thainá. **MS é destaque nacional entre Estados que aumentaram investimentos em 4 anos**. **Campo Grande News**. Campo Grande, 06 fev. 2020. Economia. Disponível em: <https://www.campograndenews.com.br/economia/ms-e-destaque-nacional-entre-estados-que-aumentaram-investimentos-em-4-anos>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- PANIGRAHI, Shrikant Krupasindhu. Economic Value Added and Traditional Accounting Measures for Shareholder's Wealth Creation. **Asian Journal of Accounting and Governance**, Malaysia, v. 8, p.125-136, ago. 2017.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra *et al.* EVA and Key Performance Indicators: The Case of Automotive Sector in Pre-Crisis, Crisis and Post-Crisis Periods. **Economics & Sociology**, [s.l.], v. 11, n. 3, p.78-95, set. 2018. Centre of Sociological Research, NGO.
<http://dx.doi.org/10.14254/2071-789x.2018/11-3/5>.
- PINTO, Teresa da Cunha; MACHADO-SANTOS, Carlos. Estudio y medición de la correlación entre el valor económico añadido y el valor de mercado agregado en un grupo empresarial cotizado en la bolsa NYSE Euronext. **Cuadernos de Contabilidad**, Bogotá, v. 12, n. 31, p.455-468, 2011. Pontificia Universidad Javeriana.
- PLETSCH, Caroline Sulzbach; REIF, Estelamaris; SILVA, Tarcísio Pedro da. Análise da relação entre o valor econômico agregado (EVA) e os indicadores do mercado de empresas brasileiras. **Revista da Faculdade de Ciências Econômicas: Pesquisa e Reflexão**, Bogotá, v. 23, p.157-173, jun. 2015.

- PORTER, Michael E.. O que é estratégia? In: HARVARD BUSINESS REVIEW (ed.). **Os Essenciais**: Uma introdução aos conceitos mais relevantes da administração feita pela Harvard Business Review. São Paulo: Harvard Business Review Brasil, 2016. p. 175-209.
- PUPERI, Morenise; BITENCOURT, Mayra; CALEMAN, Silvia Morales de Queiroz. AFERINDO A COMPETITIVIDADE ATRAVÉS DA METODOLOGIA E.V.A.: UM ESTUDO DE CASO DO GRUPO JBS. **Revista em Agronegócios e Meio Ambiente**, Maringá, v. 7, n. 3, p. 535-552, set/dez. 2014.
- RAJ, Razaq; BECK, Valentin; SOLIMAN, Alaa. Utilization of Value-based Management in the Strategic Management of German Automotive Industry. **Global Business Review**, [s.l.], v. 20, n. 4, p.871-886, 17 jul. 2019. SAGE Publications.
<http://dx.doi.org/10.1177/0972150919845236>.
- RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e Análises de Balanços**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. 306 p.
- ROKHIM, Rofikoh; DEWANTI, Lintang. Comparative economic value added on Southeast Asian banking industry. **Economic Journal Of Emerging Markets**, [s.l.], v. 9, n. 1, p.74-83, 1 abr. 2017. Universitas Islam Indonesia (Islamic University of Indonesia).
<http://dx.doi.org/10.20885/ejem.vol9.iss1.art8>.
- RUSSO, Paschoal Tadeu; PARISI, Claudio. Melhoria de Desempenho em Segmentos Altamente Competitivos: a Gestão Baseada em Valor (GBV) na Indústria Têxtil Brasileira. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, [s.l.], v. 9, n. 1, p.149-164, 2 jan. 2017. Future Studies Research Journal: Trends and Strategies.
<http://dx.doi.org/10.24023/futurejournal/2175-5825/2017.v9i1.276>.
- SANTOS, João Victor Joaquim *et al.* Relação entre o Retorno das Ações e o Economic Value Added (Eva): Evidências Empíricas em Companhias Abertas no Brasil. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [s.l.], v. 6, n. 1, p.119-131, 2018. Portal de Periódicos UFPB. <http://dx.doi.org/10.18405/recfin201801077>.
- SILVA, Daiane Barbosa da *et al.* **ANÁLISE FINANCEIRA DE EMPRESAS JBS S.A. Lins/SP**. 2013. 119 f. TCC (Graduação) - Curso de Administração, Centro Universitário Católico Salesiano Auxilium, Lins, 2013.
- TOOGE, Rikardy. Agronegócio cresce 3,8% e representa 21% do PIB brasileiro em 2019, diz CNA: estudo leva em conta o desempenho de todo o setor durante o ano, ao contrário do ibge que só considera o resultado das lavouras. **G1 Agronegócios**. [s.l.], 09 mar. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/agronegocios/noticia/2020/03/09/agronegocio-cresce-38percent-e-representa-21percent-do-pib-brasileiro-em-2019-diz-cna.ghhtml>. Acesso em: 20 abr. 2020.
- VALE. **Entenda a importância de criar valor para os nossos acionistas.**, [s.l.], 26 set. 2013. Disponível em: <http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/news/Paginas/entenda-a-importancia-de-criar-valor-para-os-nossos-acionistas.aspx>. Acesso em: 24 abr. 2020.
- VOCHOZKA, Marek; MACHOVÁ, Veronika. Enterprise Value Generators in the Building Industry. **Shs Web Of Conferences**, [s.l.], v. 39, p. 1-8, 2017. EDP Sciences.
<http://dx.doi.org/10.1051/shsconf/20173901029>.