



ISSN: 1696-8352 - BRASIL – ENERO 2017

VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL DA BMF&BOVESPA

Caroline dos Santos Porto
Juliana Andréia Rüdell Boligon
Cristiane Krüger
Juliano Peransoni Pinheiro
Universidade Federal de Santa Maria.
juliano.gestao.adm@gmail.com.

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Caroline dos Santos Porto, Juliana Andréia Rüdell Boligon, Cristiane Krüger y Juliano Peransoni Pinheiro (2017): "Valor de mercado de empresas do setor de construção civil da BMF&BOVESPA", Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana, Brasil, (enero 2017). En línea: <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/br/17/bovespa.html>

Resumo

Valor de mercado representa a capacidade de geração de fluxo de caixa ao longo do prazo de uma organização, que por sua vez, é movida pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao seu custo de capital. Neste contexto, este trabalho tem como objetivo analisar o valor de mercado de empresas do setor de Construção Civil, na BMF&BOVESPA, no período de 2008 a 2015, por meio da análise do indicador EBITDA. Para tanto, foi realizado um estudo de casos múltiplos junto as empresas que pertencem ao Índice BMF&BOVESPA Imobiliário-IMOB. Como resultados do estudo constatou-se que a construtora Ezetec foi a organização que teve maior crescimento no EBITDA, 712%. Pode-se citar como fatores de influencia para o resultado, o crescimento em 2012 de 12% em projeção de vendas em relação ao ano anterior e a valorização das ações no ano de 2014, em decorrência da copa do mundo.

Palavras-chave: Valor de mercado; Setor de construção civil; EBITDA.

* Possui graduação em Administração pelo Centro Universitário Franciscano (2016). Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Administração.

**Possui graduação em Administração pelo Centro Universitário Franciscano. Possui Mestrado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Maria com ênfase na área de Qualidade e Produtividade. Atualmente ocupa o cargo de Coordenadora do Curso de Administração do Centro Universitário Franciscano e Professor Assistente do Curso ministrando disciplinas da Área Financeira.

***É bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade da Região da Campanha (Urcamp), Graduada no Programa Especial de Formação de Professores para Educação Profissional – PEG, Especialista em Contabilidade, Perícia e Auditoria. Especialista em Gestão Pública, Mestre em Administração e Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria. Tem experiência profissional em Administração de Empresas com ênfase em Gestão de Pessoas, atua principalmente nas áreas Contábil, Administrativa e Gestão.

****Possui graduação em Gestão de Cooperativas pela Universidade Federal de Santa Maria (2015). Mestrando em Administração pela Universidade Federal de Santa Maria. Atualmente é consultor Junior e um empreendedor social. Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Gestão de cooperativas, atuando principalmente nos seguintes temas: Atitude e Características empreendedoras; Cooperativismo e Comportamento Humano. Email: juliano.gestao.adm@gmail.com.

MARKET VALUE OF COMPANIES OF THE CIVIL CONSTRUCTION SECTOR OF BMF & BOVESPA

Abstract

Market value represents the cash flow generation capacity over the term of an organization, which in turn, is driven by the returns obtained by the company on the capital invested in relation to its cost of capital. In this context, the objective of this work is to analyze companies in the Civil Construction sector, at the BMF & BOVESPA, from 2008 to 2015, through the analysis of the EBITDA indicator. For this purpose, a multi-case study was carried out with the companies that belong to the BMF & BOVESPA Imobiliário - IMOB Index. As a result of the study, it was verified that the construction company Ezetec was the organization that had the highest growth in EBITDA, 712%. We can cite as factors of influence for the result, the growth in 2012 of 12% in sales projection in relation to the previous year and the appreciation of the actions in the year 2014, due to the world cup.

Keywords: Market value; Construction industry; EBITDA.

1 INTRODUÇÃO

Uma empresa é considerada criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus proprietários de capital (credores e acionistas), uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos ou, quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos proprietários de capital ao financiarem as decisões de investimento (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Ching, Marques e Prado (2010, p. 281) complementam dizendo que “ao avaliar uma empresa objetiva-se alcançar o valor justo de mercado, o qual representa a potencialidade econômica de determinada instituição”.

Uma empresa cria valor aos seus acionistas quando for capaz de produzir lucro econômico (ASSAF NETO; LIMA, 2011), ou seja, quando proporciona um resultado superior ao custo de oportunidade do capital investido. Ching, Marques e Prado (2010) corroboram que o valor de uma empresa indica a eficiência de seus gestores em gerar riqueza aos acionistas.

Segundo Santos (2005), ao atribuir valor as empresas, os investidores estão avaliando suas oportunidades de crescimento e oportunidade de mercado, possibilitando receber taxas de retorno acima do custo, já para os proprietários a valorização está de acordo com suas estratégias, investimentos e financiamento avaliados. “O valor da empresa é o valor presente do que a empresa é capaz de produzir de benefícios de caixa no futuro” (ASSAF NETO; LIMA, 2011, p. 734).

Para geração de valor os administradores das empresas utilizam o Valor Econômico Agregado (EVA) como ferramenta para obter resultados, que são analisados e contribuem para maximização do valor da empresa para os acionistas, consequentemente a valorização do preço das ações no mercado, quando o retorno supera o custo total do capital investido a empresa cria valor caso contrário perde valor (SOUZA, 2014).

O autor ressalta que analistas utilizam alguns indicadores que se destacam para medir e precificar ações e demais ativos, dando suporte a avaliação e criação de valor nas empresas, entre eles pode-se destacar: EVA, Valor de Mercado Agradado (MVA) e, Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). Megliorini e Vallim (2009) afirmam que para avaliação de mercado, o valor da empresa pode ser encontrado com a utilização desses indicadores desde que as empresas tenham semelhança em suas variáveis comum, como fluxo de caixa, receitas, riscos, valor contábil, potencial de crescimento e seus múltiplos semelhantes.

Em relação ao setor escolhido para realização deste estudo, destaca-se que o setor de construção civil representa grande influência na economia brasileira, em que movimenta 13% do Produto Interno Bruto - PIB do país. O setor de construção civil é um dos principais responsáveis por geração de emprego, 9% do pessoal ocupado. (FIESP, 2008). Para Teixeira e Carvalho (2005) o setor de construção civil é onde se concentra uma parcela importante do PIB que movimenta o país, exercendo uma forte contribuição para economia, na qual sua atividade empresarial possui produtos com consideráveis investidores e clientes. A produção do setor civil em grande parte está na construção de obras públicas, além de ser um instrumento de política pública na geração de renda e emprego no Brasil.

Neste contexto, o presente estudo tem como objetivo geral analisar as empresas do setor de Construção Civil da BMF&BOVESPA, no período de 2008 a 2015. Também pretende-se dimensionar os principais indicadores econômicos de uma gestão baseada em valor; discutir sobre direcionadores de valor e valor econômico agregado; calcular diferentes medidas de criação de valor para as empresas do setor a ser analisado; e, analisar os valores calculados a fim de entender o que é um modelo de gestão baseada no valor.

Diante disso, os indicadores vêm acompanhando a fase evolutiva das finanças e sociedade. A busca por respostas sobre a economias capitalistas de

mercado são solucionadas pela força de mercado (valor, atribuição e percepção), em que as decisões de investimentos e financiamento devem aumentar a riqueza e diminuir riscos. A criação de valor é um processo norteador a tomada de decisões, tendo como condutor o crescimento da empresa e o retorno sobre o capital investido (SAMANEZ, 2007).

2 VALORAÇÃO DE EMPRESAS

Para compreender melhor o estudo de valor nas organizações Paiva (2001) define "valor" no campo econômico como um bem, sua importância e utilidade, objetiva e subjetiva, em certo tempo e espaço que tenha sido estimado por um indivíduo. A determinação do valor é muito subjetiva, pois por possuir vários aspectos fica a critério do avaliador que conduzirá o processo. Sendo que cada pessoa tem suas prioridades, crenças e valores que tornam diferentes umas das outras para tomar decisões.

O preço no qual a empresa é negociada é resultado das transações de compradores e vendedores, no qual o objetivo maior de uma empresa é de maximizar a riqueza dos proprietários. A uma variedade em fatores que levam ao valor de uma empresa, entre eles: compra e venda de um negócio, a fusão e a aquisição de duas empresas, a privatização de uma empresa pública, a dissolução de uma sociedade e a liquidação de um empreendimento (MEGLIORINI; VALLIM, 2009).

Santos (2005) afirma que uma das principais e mais difíceis tarefas para os profissionais da área financeira é realizar a estimativa de um valor justo de uma empresa, visando informar detalhes sobre a empresa e facilitar a compra e venda de ativos. Complementando Samanez (2007) concorda que nas últimas décadas a valoração das empresas seja uma das questões mais analisadas e questiona qual deve ser a melhor forma para avaliar uma empresa. Conforme o autor deve-se partir do princípio do que realmente interessa na avaliação e como o mercado opera na avaliação de uma empresa.

A avaliação de uma empresa é um processo bastante detalhista que exige envolvimento de técnicas metodologias e subjetivas. É necessária para uma qualidade em resultados, uma coleta de informações precisas que serão decisivas para eficiência do processo de criação de valor da empresa. Além disso, deve se

observar todo o contexto macroeconômico a qual a empresa está inserida, o porte e o setor de atuação (SOUZA, 2014).

Considerando as tendências no mundo nos negócios, existem fatores os quais são apresentados no Quadro 1, que o mercado utiliza para avaliação das empresas.

Quadro 1 – Fatores para avaliação de empresas

Fatores	Descrição
Criação de Valor	Está mais ligada às mudanças de expectativas do que ao desempenho absoluto.
Valor de Mercado	Empresa é movida por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo do prazo, que por sua vez, é movido pelo crescimento no longo do prazo e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação a seu custo de capital.
Percepção do Mercado	Sobre os efeitos meramente cosméticos sobre os lucros e concentra-se nos resultados econômicos subjacentes, ou seja, nos fundamentos da empresa.
Atribuição do Mercado	Grande importância aos resultados de longo prazo, e não só de curto prazo.

Fonte: Samanez (2007, p. 356).

Em relação a fatores que influenciam a valoração das empresas, devem ser consideradas as tendências no mundo dos negócios. No Quadro 1 exemplifica-se que para formar um melhor julgamento da atribuição de valor propriamente dito, é fundamental dispor de uma visão geral do mundo dos negócios e acompanhar a economia e suas flutuações considerando a sua capacidade de geração de fluxo de caixa de curto e longo prazo.

2.1 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A ideia de buscar um valor justo para as empresas de acordo com Saurin et al. (2007) deve partir da premissa do melhor método de avaliação, mas ressalta que estes valores são de resultados que estão no futuro, então não há garantia um valor preciso, o que se consegue são estimativas razoáveis do valor real de uma empresa. Além disso, tendo em vista que cada modelo utiliza a mesma base de dados tendo suas características e suas informações diferentes, mas teoricamente esses resultados financeiros são equivalentes.

Toda análise de valor necessita de medidas técnicas e racionais coletadas de informações padrões e calculadas em sua variação que levam aos resultados

previstos para atribuir preços justos e aceitáveis ao valor empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2011). E, para analisar a qualidade da informação na administração de fluxo de caixa, gestores financeiros tem como ferramenta alguns importantes e essenciais indicadores financeiros que estão presentes neste artigo (SILVA, 2010).

Quanto a quantidade e objetivos das metodologias de avaliação de empresas, Dalmolin e Boligon (2012, p. 130) ressaltam que:

“Existem inúmeros modelos diferentes que levam em consideração variáveis distintas e com os mais variados enfoques. Todos os modelos estudados baseiam-se em informações contábeis obtidas das demonstrações financeiras como balanço patrimonial e demonstração de resultado do exercício. Eles estão voltados para um valor contábil, seja levando em consideração o patrimônio líquido, ou com base em dividendos, múltiplos de faturamento, ou no preço de ações similares e com valores ajustados. Todos perfeitamente mensuráveis, mas cada um com seus aspectos positivos e negativos em relação ao valor a ser encontrado.”

Megliorini e Vallim (2009) destacam que tradicionalmente, a análise de desempenho de uma empresa, são utilizados diferentes indicadores para obtenção de resultados, extraídos de suas demonstrações contábeis, valor presente líquido, e taxa interna de retorno. No entanto o ambiente de negócios está cada vez mais complexo e enérgico, e esses indicadores não estão suprimindo as expectativas para avaliação. Atualmente existem novas ferramentas de avaliação, que suprem as necessidades para verificar o melhor desempenho econômico e rentabilidade mínima sobre o capital investido nas empresas, as ferramentas que se destacam e serão abordadas são: EVA (valor econômico agregado), MVA (valor de mercado agrado) e EBITDA.

2.1.1 Modelo EBITDA

Em relação a técnica de avaliação de empresas, o EBITDA (Lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação, amortização e exaustão), salienta-se que a mesma vem sendo utilizada desde o começo dos anos 90, e mostra o potencial de geração de caixa de um negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais (GRADILONE, 2011).

O EBITDA é uma ferramenta financeira que mede o potencial de geração de caixa dos ativos operacionais, ou seja, aqueles vinculados à exploração das

atividades-fim da empresa (MEGLIORINI; VALLIM, 2009). Esses autores complementam que o cálculo está expresso em sua própria denominação, cuja tradução é “lucro antes dos juros, impostos depreciação e amortização – LAJIDA”. Para Silva (2010) o cálculo do EBITDA se resume ao Lucro Operacional Líquido antes dos impostos e somam-se os juros, a depreciação e a amortização, é o caixa gerado pelos ativos tipicamente operacionais, ilustrada no Quadro 2.

Quadro 2 - Cálculo EBITDA

Calculo EBITDA
Lucro Operacional
(+) Depreciação e/ou Amortização
(+) Despesas Financeiras -Juros
= EBITDA

Fonte: Silva (2010, p. 160).

Silva (2010, p. 160) explica que a melhor forma de avaliar as empresas utilizando o EBITDA parte da premissa:

- Multiplica-se o EBITDA por determinado multiplicador setorial;
- Somara-se a esse produto o valor das aplicações financeiras;
- Diminui-se dessa importância o valor das dívidas financiamento;
- Chega-se ao patrimônio líquido da empresa.

O autor afirma que quanto maior o EBITDA de uma empresa maior seu valor de mercado, pois todos ambicionam uma empresa que gere dinheiro. E quanto maior a relação entre o EBITDA e o valor investido no ativo melhor. Segundo Silva (2010) ao utilizar o EBITDA como indicador financeiro deve-se observar suas virtudes e seus defeitos, como apresentado no Quadro 3.

Quadro 3 - Virtudes e defeitos na utilização do EBITDA

VIRTUDES NA UTILIZAÇÃO EBITDA	DEFEITOS NA UTILIZAÇÃO DO EBITDA
Utilizado na análise da lucratividade entre empresas;	Pode dar uma falsa ideia de sobre a efetiva liquidez da empresa;
Bom relativamente para analisar a produtividade e eficiência do negócio pois elimina efeitos financiamentos e decisões contábeis;	Não apresenta nada sobre a qualidade nos lucros;
Pode identificar empresas que sejam mais eficientes em um determinado mercado;	Ignora atributos específicos na análise de determinadas empresas;
Compara tendências de lucratividade nas indústrias pesadas, até nas de alta tecnologia;	Não considera o montante de reinvestimento requerido;
Mostra aos investidores se atingiu eficiência, em relação sua variação percentual de um ano.	Ignora as distinções existentes, na qualidade dos fluxos de caixa originados de diferentes práticas contábeis.
Medição para organizações que possui uma	

Fonte: Silva (2010, p.163).

Em outras palavras Gradilone (2011) afirma que o EBITDA é um instrumento que mostra se o negócio deve ou não ser analisado a fundo. As pessoas não devem usar esse indicador como forma única para alcançar resultados de uma medida exata de valor, pois o EBITDA não considera o endividamento, no entanto, é uma ferramenta útil quando se trata de conciliar estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido a exercícios passados, também é importante quando pretende-se comparar uma empresa com seu concorrente.

2.1.2 EVA – Valor Econômico Agregado

Para investidores possuírem um retorno esperado de seus investimentos, o lucro deve ser suficiente para compensar os riscos. O EVA tem sido parte da caixa de ferramentas de especialistas financeiros há mais de 200 anos, proporcionando atender as necessidades de conversão de informações contábeis para realidades econômicas facilmente compreendidas (EHRBAR, 1999).

O EVA é um cálculo financeiro que indica o lucro operacional menos o custo do capital investido, se a empresa agregou valor o resultado será positivo caso contrário será negativo, o EVA é a versão moderna do lucro (GOMES,1996).

Ching, Marques e Prado (2010) argumentam que para medidas ou modelos para avaliação de empresas ressalta-se o EVA que mede o valor criado por uma empresa em um único período e é igual ao lucro operacional depois dos impostos menos um custo atribuído ao capital utilizado pela empresa, conforme apresenta-se na Equação 1.

Equação (1)

$$\text{EVA} = \text{Lucro Operacional líquido} - \text{encargos de capital}$$

Para esses autores é possível obter o valor de uma empresa com base no lucro econômico, em que o valor de mercado da empresa representa a diferença entre o valor presente dos EVAs futuros adicionado do capital investido. Por lucro econômico entende-se o que resta após deduzir do resultado o que se deixou de ganhar por não investir em outras alternativas de risco similar, como elucida a Equação 2 (ASSAF NETO, LIMA, 2011, p.317).

Equação (2)

Lucro econômico = Retorno do Capital Investido – (Custo de Oportunidade x Capital Investido)

Ehrbar (1999) ressalta que as empresas que utilizam o EVA como ferramenta de desempenho econômico possuem vantagens que apenas somar custos e calcular lucros, como:

- Medir desempenho empresarial, teórica, técnica buscando analisar de forma que quanto o EVA for mais elevado proporciona mais riqueza aos acionistas;
- Única medida de desempenho que sempre oferece a resposta certa onde proporciona medida de melhoria continua para acionistas;
- Método simples e eficaz, proporcionando facilidade para trabalhadores;
- Variável-chave que alinha interesses entre gerentes e acionistas;
- Investidores tem melhor clareza ao verificar resultados de empresas que utilizam o EVA e que buscam desempenho superior.

Silva (2010) salienta que para os acionistas investirem seu capital em ações de uma empresa o dinheiro deve render, no mínimo, o mesmo que sua aplicação financeira, se o EVA for positivo, a empresa agregou valor e o acionista terá lucros, frutos do bom negócio.

2.1.3 Modelo MVA- Valor de Mercado Agregado

Outra medida para avaliação de criação de valor pelas organizações é o *Market Value Added* – MVA ou *goodwill* que revela o valor da empresa que excede ao capital investido, ou seja, a riqueza pelo investimento realizado por credores e acionistas (ASSAF NETO, 2012). Os autores complementam que o valor criado ao acionista é criado quando as receitas de vendas superarem todos os custos e despesas incorridos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio.

Para calcular o MVA de uma empresa deve-se fazer uma soma total do capital social que a empresa obteve por meio do auxílio do capital acionário, emissões de novas ações/cotas, empréstimos bancários convertidos em participação acionária e lucros retidos durante toda sua existência e capitalizar os gastos em

pesquisas e desenvolvimento, logo após esse capital será comparado com o valor atual das ações de mercado, assim podendo ser avaliado (SILVA, 2010).

Segundo Santos (2005) a interpretação do MVA é muito simples. É só confrontar o Valor de Mercado do Patrimônio Líquido com seu respectivo Valor Contábil registrado no balanço patrimonial, demonstrada na Equação (3).

Equação (3)

$$\text{MVA} = [(\text{Ações em Circulação} \times \text{Preço da Ação}) - \text{Patrimônio Líquido Total}]$$

Maximizar o MVA deveria ser o objetivo principal de todas as empresas que almejam oferecer satisfação e tranquilidade aos seus acionistas, ele representa a avaliação feita pelo mercado de capitais, num determinado instante do tempo, assim refletindo no grau de sucesso dos resultados do passado e do futuro. Sendo uma ferramenta que mede os acúmulos da performance da empresa, que são resultados das taxas de retorno de seus determinados períodos (STEWART, 1990).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho classifica-se como uma pesquisa de natureza quantitativa, que segundo Stake (2011) tem o intuito de aprimorar o funcionamento das coisas, por meio de empatia e defesa. As características deste estudo para Stake (2011) são apresentadas no Quadro 4.

Quadro 4 - Características de uma pesquisa qualitativa

CARACTERÍSTICAS	
Interpretativo	Observam-se diferentes pontos de vistas e múltiplos resultados é onde se tem uma interação entre pesquisador e o sujeito;
Experiencial	Sua descrição oferece ao leitor do relatório uma experiência indireta e esforça-se para não interferir e nem manipular dados;
Situacional	É mais holístico do que elementalista, seus contextos são descritos em detalhes;
Personalístico	Busca mais singularidade que semelhança.

Fonte: Adaptado de Stake (2011).

Para Severino (2009) as pesquisas quantitativas resultam de uma das variáveis da metodologia que fazem referência a seus fundamentos da investigação e do estudo do conhecimento.

Quanto a seus objetivos este estudo é classificado como descritivo. Na pesquisa descritiva, segundo Andrade (2007) os fatos são observados, registrados, analisados e interpretados de forma que se mantenha sua originalidade sem manipulação do pesquisador.

Os procedimentos técnicos adotados para coleta de informações foram a pesquisa bibliográfica, e que se utilizou fontes teóricas já trabalhadas por outros pesquisadores, livros, artigos, teses, documentos impressos bem como, da pesquisa documental que, para Severino (2009) se refere a reunião de dados em sentido mais amplo, ou seja, não só de documentos impressos, mas como jornais, gravações, filmes, documentos legais. Sua particularidade é que na pesquisa documental os conteúdos ainda não tiveram nenhum tratamento analítico, seguindo a permissão que o pesquisador vai desenvolver sua investigação e análise.

A pesquisa envolve casos múltiplos, que para Yin (2005) é o método em que se tem a comparação dos objetos escolhidos, proporciona uma maior compreensão dos resultados, não se limitando às informações de uma só organização. Foram avaliadas, no período de 2008 a 2015, as principais empresas do segmento de construção civil que pertencem ao Índice BMF&BOVESPA Imobiliário- IMOB. As empresas que compunham o Índice BM&FBOVESPA Imobiliário (IMOB), fazem parte do mesmo, pois atendem aos critérios de inclusão para segmentação do mercado acionário, medido pelo comportamento das ações das empresas representativas dos setores da atividade imobiliária compreendidos por construção civil (BM&FBOVESPA, 2015).

Destaca-se que no ano de 2015 avaliou-se apenas o primeiro trimestre. Para seleção dessas empresas utilizou-se o critério de acessibilidade e alcance aos dados e informações. As empresas consideradas para análise foram: Cyrela, Direcional, Eztec, Helbor e MRV. Os valores dos EBITDAS's foram pesquisados junto ao Software Economatica.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Para avaliação das empresas do setor de Construção Civil que estão listadas no Índice BM&FBOVESPA Imobiliário (IMOB), foi considerada a análise de informações como: valor de venda das ações, lucro por ação, capital de giro, valor

patrimonial entre outros. A ferramenta de cálculo utilizada foi o indicador financeiro EBITDA.

Os valores do EBITDA nos anos de 2008 a 2015 (primeiro trimestre avaliado no ano de 2015) das empresas do setor de construção civil, Cyrela, Direcional, Eztec, Helbor, MRV, estão descritos no Quadro 5.

Quadro 5 - EBITDA das empresas do setor de construção civil

EBITDA (R\$) valores a.a.					
Ano	CYRELA	DIRECIONAL	EZTEC	HELBOR	MRV
2008	422.772.500,00	46.917.000	61.458.153,00	52.602.000,00	223.395.000,00
2009	609.722.750,00	63.289.000	123.405.000,00	67.651.250,00	273.286.250,00
2010	846.248.500,00	113.313.000,00	196.272.000,00	163.184.000,00	529.507.500,00
2011	603.382.250,00	146.676.500,00	284.680.000,00	205.602.750,00	721.203.500,00
2012	771.375.000,00	179.648.000,00	318.487.000,00	259.312.000,00	700.310.500,00
2013	882.274.750,00	237.677.000,00	491.225.500,00	296.716.000,00	508.487.500,00
2014	829.279.750,00	219.469.250,00	500.856.750,00	260.430.500,00	664.733.000,00
2015	701.613.000,00	206.905.000,00	499.026.000,00	198.436.000,00	724.323.000,00

Fonte: Software Econômica.

Com base nas informações do Quadro 5, observa-se que o valor do EBITDA da empresa Cyrela em 2008 foi de R\$ 422.772.500,00, maior valor atribuído em comparação as demais organizações neste período avaliado. No ano de 2008 a empresa Direcional apresentou o menor valor de EBITDA.

O EBITDA reflete o valor de mercado das organizações. Por sua vez, o valor de mercado ocorre quando a empresa é movida por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo do prazo, o qual, é movido pelo crescimento no longo do prazo e pelos retornos obtidos pela organização sobre o capital investido em relação a seu custo de capital (SAMANEZ, 2007).

Para atribuição de valor de mercado a uma empresa, espera-se um comparativo com suas concorrentes que tenha as mesmas atividades fins, a fim de julgar valores, esses valores são a soma de suas ações, multiplicado pelo seu valor pedido na venda. Assim pode-se dizer que cada empresa tem um valor no mercado que é medido também pelo fluxo de caixa, patrimônio, aquisições, entre outros.

Ainda com base no Quadro 5, observa-se que até o primeiro trimestre de 2015 a companhia MRV possui um valor agregado no mercado de

R\$724.323.000,00, este valor foi atribuído pelo EBITDA indicador financeiro, que mostra o potencial de geração de caixa de um negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais da empresa. Quanto maior o resultado do EBITDA de uma empresa maior seu valor de mercado.

Em relação ao período avaliado - 2008 a 2015 – ocorreu uma variação dos valores relacionados ao EBITDA das empresas Cyrela, Direcional, Eztec, Helbor, MRV nas proporções apresentadas no Quadro 6.

Quadro 6 - Variação valores EBITDA

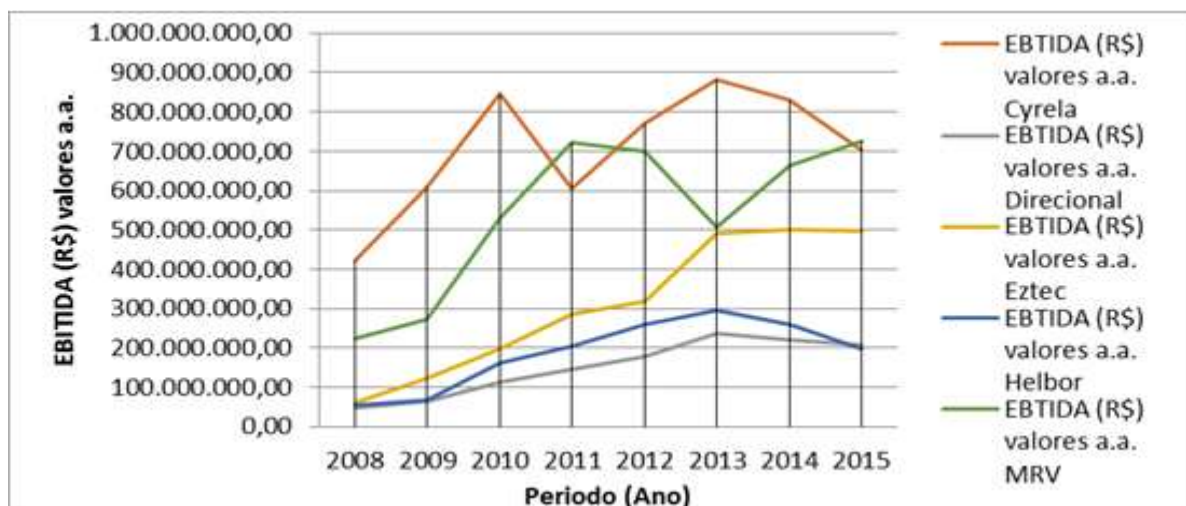
EMPRESA	VARIAÇÃO
Cyrela	66%
Direcional	341%
Eztec	712%
Helbor	277%
MRV	224%

Fonte: elaborado pelos autores.

As variações apresentadas no Quadro 6 representam, em porcentagem, o crescimento em relação os valores agregados da empresa atribuídos pelo EBITDA. O calculo se dá pelo valor final subtraído pelo valor inicial do período. A construtora Eztec foi a que apresentou maior variação do EBITDA, seguida pela empresa Direcional. E, a construtora Cyrela manteve a menor proporção de variação no indicador financeiro avaliado. Dessa forma, as empresas Eztec e Direcional foram as que mais conseguiram alavancar o seu valor de mercado e, a Cyrela, a organização que menos conseguiu alavancar seu valor de mercado.

Na Figura 1 demonstra-se, de modo gráfico, as informações contidas no Quadro 5.

Figura 1 - EBITDA empresas do setor de construção civil



Fonte: elaborado pelos autores.

Quanto ao contexto de mercado que caracterizam as organizações estudadas pode-se considerar que a construtora Cyrela Realt S.A., é uma das maiores do setor de construção civil no Brasil. Essa construtora é responsável pelos empreendimentos de alto padrão e luxo, tem grande participação no Mercado Bovespa, desde 2005, com a venda de suas ações preferenciais e ordinárias (ADVFN, 2015).

Desde 2008, a Cyrela Realt S.A. manteve-se em frequente crescimento econômico, como se visualiza na Figura 01. No ano de 2011 essa empresa teve uma considerável baixa em seu valor econômico de mercado, já que suas ações ordinárias tiveram queda nas vendas de 30% neste ano (POLI, 2011). Logo, a queda das vendas de ações influencia diretamente no valor indicado pelo EBITDA que resultou em R\$603.382.250. Após esse período no segundo trimestre de 2012, teve um considerável alta de 49% em relação ao mesmo período no ano anterior (VARI, 2012).

Em relação ao primeiro trimestre de 2015 em comparação ao mesmo período do ano passado – 2014 - a Cyrela Realt S.A. teve queda em 53% nas vendas contratadas. Isso em decorrência de lançamento de novos empreendimentos (MILENA, 2015).

Por sua vez, a construtora Direcional iniciou suas atividades na cidade de Belo Horizonte, incorporando e construindo pequenos Empreendimentos Populares, bem como realizando obras para órgãos do setor público. Em junho de 2009 a Direcional foi considerada a 5ª maior construtora em metragem do Brasil. Seu foco

em empreendimentos está voltado em seguimentos populares, como o "Programa Minha Casa, Minha Vida". Destaca-se que no começo deste ano de 2015, a empresa Direcional fechou parceria com uma empresa na Arábia Saudita, que irá construir casas populares em larga escala no país (RIBEIRO, 2015).

A empresa de construção civil Eztec é uma das empresas deste setor que mais crescem no mercado brasileiro, possui atividade no ramo imobiliário, hoteleiro e agropecuário e participações S/A. (EZTEC, 2015). No ano de 2012 a Eztec, teve um crescimento de 12% em projeção de vendas em relação ao ano de 2011 (VALOR, 2012). Desde a última copa do mundo, a Eztec teve uma valorização das ações acrescido dos proventos de 222,06%, resultando no ano de 2014 em um impacto positivo no valor do EBITDA da organização, (POLI, 2014).

A construtora Helbor empresa do ramo de construção civil e incorporadora imobiliária é umas das maiores do Brasil, além da comercialização, gerenciamento e todos os desenvolvimentos do empreendimento, executa desde a compra do terreno até a conclusão da obra e, também realiza o controle financeiro de contratos. Em quatro décadas desenvolveram 225 projetos totalizando 23,7mil unidades entregues, entre apartamentos, casas, conjuntos comerciais, hotelaria e lotes. Em 2007 foi feita uma oferta pública das ações (IPO) da construtora Helbor as quais passaram a ser negociadas BM&FBovespa. Já em 2012 a Helbor foi a empresa do mercado imobiliário cujas ações mais valorizaram na BM&FBovespa totalizando um valor de mercado considerável pela avaliação em relação ao indicador financeiro EBITDA.

A construtora MRV é a maior construtora e incorporadora do país, oferecendo casas e apartamentos em 130 cidades do Brasil com a venda de 136 imóveis diariamente. Sua atuação é com foco nas classes populares. Em 2007 foi autorizada a venda de ações as quais passaram a ser negociadas na BM&FBOVESPA, sua oferta pública abrangeu 45.900.000 ações ordinárias, perfazendo o total de R\$1.193.400.000,00. No ano de 2009 a organização conseguiu aumentar a sua visibilidade internacional com o programa *American Depositary Receipts* (ADR) aumentando o acesso dos investidores. O ano de 2012 foi marcado pela parceria com o Banco do Brasil, já que em 2012 o banco passou a operar o Programa Minha Casa Minha Vida e ofertar o produto "Crédito Associativo", tornando um parceiro relevante para a MRV (MRV, 2015).

Em relação ao ano de 2015, a construtora MRV teve um lucro líquido entre janeiro e março no valor de 106 milhões de reais, ante 81 milhões no primeiro

trimestre de 2014, tendo um crescimento de 31%, esses resultados foram devidos aos contratos mais antigos e também a implantação do processo de vendas simultâneas (que condiciona venda de imóveis à aprovação do crédito pelo banco para o cliente), (DRUMOND, 2015).

5. CONCLUSÃO

Conforme levantamento teórico realizado nesta pesquisa, há uma variedade de fatores que influenciam no valor de uma empresa, entre eles: compra e venda de um negócio, a fusão e a aquisição de duas empresas, a privatização de uma empresa pública, a dissolução de uma sociedade e a liquidação de um empreendimento. Empresas consideradas criadoras de valor são as capazes de oferecer a seus proprietários de capital uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos ou, quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos proprietários de capital ao financiarem as decisões de investimento.

Para avaliar os conceitos fundamentais do modelo de gestão baseada no valor utilizou-se o indicador EBITDA nas empresas do setor de Construção Civil da BMF&BOVESPA, no período de 2008 a 2015. Constatou-se que a construtora Ezetec obteve maior crescimento em relação ao indicador analisado, 712% de crescimento. Pode-se citar como fatores de influência para o expressivo resultado o crescimento em 2012, de 12% em projeção de vendas em relação ao ano de 2011 e a valorização no ano de 2014 em decorrência da copa do mundo.

A construtora Cyrela foi a organização que apresentou menor crescimento no período analisado, um percentual de 66%, ou seja, a empresa não conseguiu obter uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos ou, nas suas decisões de investimento, fazendo com que a geração de fluxo de caixa a longo prazo ficasse aparentemente estagnada, com pouca variação. No período analisado, observou-se que as ações ordinárias da construtora tiveram uma queda nas vendas de 30%, em 2011. Logo, a queda das vendas de ações influencia diretamente no valor indicado pelo EBITDA. E, também pode-se citar que no primeiro trimestre de 2015 em comparação ao mesmo período do ano passado – 2014 - a Cyrela Realt S.A. teve queda em 53% nas vendas contratadas.

REFERÊNCIAS

ADVFN. Disponível em: <<http://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa>>. Acesso em 20 dez 2016.

ANDRADE, M. M. **Introdução a metodologia do trabalho científico**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, A. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A. A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BM&FBOVESPA. 2015. Disponível em:<www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 13 ago. 2016.

CHING, H. Y.; MARQUES, F.; PRADO, L. **Contabilidade & finanças para não especialistas**. 3ª. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

DALMOLIN, A.; BOLIGON, J. A. R. Mensuração de valor de uma empresa: um estudo de caso na empresa. Petrobras. **Revista disciplinarum scientia**. v. 8, n.2, p. 117-132, 2012.

DRUMOND, L. MRV Engenharia tem lucro 31% maior no 1º trimestre. Exame.com. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/negocios/mrv-engenharia-tem-lucro-31-maior-no-1o-trimestre/>>. Acesso em 10 out. 2016.

EHRBAR, A. I. **EVA**: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio Janeiro: Qualitymark, 1999.

FIESP - FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. Proposta de política industrial para a construção civil - edificações (2008). Disponível em: <<http://www.fiesp.com.br/deconcic/pdf/deconcicpropostaindustrial.pdf>>. Acesso em: 04 jan 2016.

GOMES, M. T. Sua empresa dá dinheiro? Não olhe só para o lucro. Um método novo, o EVA, calcula se o capital investido está sendo devidamente remunerado. **Exame**. São Paulo, p.60-61, 1996.

GRADILONE, C. Para que serve o EBITDA. REVISTA EXAME. Reportagem on-line disponível no endereço:<http://exame.abril.com.br/revistaexame/noticias/para-que-serve-o-ebitda-m0052337>. Publicada em 18 fev. 2011. Acesso em: 21 jan. 2017.

MEGLIORINI, E.; VALLIM, M. A. **Administração Financeira**: Uma abordagem brasileira. São Paulo, SP: Pearson Prentice Hall, 2009.

MILENA, A. Atividade da construção imobiliária cai 0,6% em abril ante março, diz Tendências. Diário Comércio Indústria e Serviços. Disponível em: < <http://www.dci.com.br/servicos/atividade-da-construcao-imobiliaria-cai-0,6--em-abril-ante-marco,-diz-tendencias-id546735.html> >. Acesso em 12 dez 2016.

PAIVA, W. P. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA-USP, 5., 2001, São Paulo, Anais SemeAD, São Paulo, 2001.

RIBEIRO, I. Direcional vai construir casas populares na Arábia Saudita. Valor econômico. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/empresas/3931908/direcional-vai-construir-casas-populares-na-arabia-saudita> >. Acesso em 12 nov. 2016.

RODRIGUES, A.; ROJO, C. A.; BERTOLINI, G. R. F. Formulação de estratégias competitivas por meio de análise de cenários na construção civil. **Produção**, v. 23, n. 2, p. 269-282, abr./jun. 2013.

SANTOS, J. O. **Avaliação de empresas**: cálculo e interpretação do valor: um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005.

SAMANÉZ, C. P. **Gestão de investimentos e geração de valor**. São Paulo, SP: Pearson Prentice Hall, 2007.

SAURIN, V.; NEWTON JR., C. A. C.; ZILIO, A. C. S. Estudo dos modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do fluxo de caixa descontado: estudo de caso. **Revista de Ciências da Administração**, v. 9, n. 18, p. 123-148, maio/ago. 2007.

SEVERINO, A. J. **Metodologia do trabalho científico**. São Paulo, SP: Cortez, 2009.

SILVA, E. C. **Como administrar o fluxo de caixa das empresas**. São Paulo: Atlas, 2010.

SOUZA, A. B. Curso de administração financeira e orçamento. São Paulo, Atlas: 2014.

STEWART, G. B. The quest for value: the EVA® management guide. New York: Harper Business, 1990.

TEIXEIRA, L. P.; CARVALHO, F. M. A. A Construção Civil como instrumento do desenvolvimento da economia brasileira. Revista Paranaense de Desenvolvimento, Curitiba: IPARDES, n. 109, p. 9-25, jul./dez. 2005.

YIN, R. K. **Estudo de Caso**: planejamento e métodos. 3ª. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.