

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

MANOEL ARAUJO DE MEDEIROS

**O EVA/MVA NA ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE
AGRIBUSINESS SUCRO-ALCOOLEIRO**

FLORIANÓPOLIS
2002

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

MANOEL ARAUJO DE MEDEIROS

**O EVA/MVA NA ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE
AGRIBUSINESS SUCRO-ALCOOLEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Engenharia de Produção.

Área: Planejamento e Estratégia Organizacional

Orientador: Paulo Maurício Selig

FLORIANÓPOLIS
2002

MANOEL ARAUJO DE MEDEIROS

O EVA/MVA NA ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE
AGRIBUSINESS SUCRO-ALCOOLEIRO

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Engenharia de Produção e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina.

Prof. Ricardo Miranda Barcia, Ph.D.
Coordenador

Banca Examinadora:

Prof. Paulo Maurício Selig, Dr.
Orientador

Prof. Josélton Silveira da Rocha,
Tutor de orientação, MSc.

Prof. Gregório Jean Varvakis Rados, Ph.D.

Prof. Antonio César Bornia, Dr.

Ficha Catalográfica

MEDEIROS, Manoel Araujo

O EVA/MVA na análise de desempenho das empresas de *agribusiness* sucro-alcooleiro. Florianópolis, UFSC, Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, 2002.

150p.

Dissertação: Mestrado em Engenharia de Produção (Planejamento e Estratégia Organizacional)

Orientador: Paulo Maurício Selig

1. Administração 2. Estratégia 3. Finanças 4. EVA 5. MVA 6. Avaliação 7. Desempenho 8. Sucro-alcooleiro

I. Universidade Federal de Santa Catarina

II. Título

Este trabalho é dedicado a todos que, direta ou indiretamente, corroboraram na realização deste trabalho, pois: “*Se eu esperasse a perfeição, este livro não sairia nunca*” (Tai T’ung).

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Paulo Maurício Selig pela orientação e incentivo no desenvolvimento deste trabalho.

Ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina pela oportunidade de realização do mestrado.

Ao Banco do Brasil S.A. pelo patrocínio e incentivo.

Aos executivos de algumas das empresas estudadas que gentilmente confirmaram dados, esclareceram dúvidas, indicaram sites de pesquisa, permitiram acesso às demonstrações contábeis e propiciaram que este trabalho lograsse êxito.

Com todo o amor e gratidão do mundo aos meus pais Genival — que se foi sem ter visto o final deste trabalho — e Júlia, pela vida, educação e zelo. Com todo amor à minha esposa Glaucia, pela paciência e compreensão. Às minhas irmãs Marli, Cleonice e Débora (e seus familiares) e aos familiares de minha esposa, por todo apoio e consideração.

Em especial ao tutor Josélton da Rocha pela atenção, prestatividade, por compartilhar minhas idéias e pelo incansável apoio durante toda a dissertação. Também aos professores Grego(rio) e Bornia pela colaboração, sugestões e apoio neste trabalho tão prazeroso.

E a todos aqueles que, de maneira direta ou indireta, contribuíram para a realização deste trabalho.

“De muita coisa do meu discurso não tomarei a defesa; porém que nos tornamos melhores quando estamos convencidos de que é preciso procurar o que não sabemos, mais corajosos e menos desamparados do que quando pensamos que nem podemos encontrar, nem é possível procurar o que ignoramos: a esse respeito me disponho a lutar com todas as minhas forças, por atos ou por palavras”.

Platão (428-348?), *É Sócrates quem fala,*
palavras de Menão de Atenas (trad. Carlos Alberto Nunes).

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	xi
LISTA DE TABELAS	xii
LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS	xiii
RESUMO	xv
ABSTRACT	xvi

CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA.....	17
1.2 OBJETIVOS	4
1.2.1 Objetivos Gerais	4
1.2.2 Objetivos Específicos	4
1.3 JUSTIFICATIVA	5
1.4 LIMITES.....	5
1.5 METODOLOGIA	6
1.6 ESTRUTURA	7

CAPÍTULO 2 REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1 REVISÃO DA LITERATURA	9
2.2 HISTÓRICO DA AGREGAÇÃO DE VALOR	13
2.2.1 As novas controvérsias do valor	18
2.2.2 Os indicadores de desempenho e os “ <i>Intangibles Assets</i> ”	19
2.2.3 O valor é a melhor métrica de desempenho	22
2.2.4 A contribuição das Teorias Financeiras	23
2.2.5 O EVA determina a remuneração de executivos	26

2.2.6 Limitações ao uso do PL pelo Valor de Mercado.....	27
2.3 A PERPETUIDADE DO EMPREENDIMENTO	30
2.3.1 O capital flui na direção do lucro	33

CAPÍTULO 3

MATERIAIS E MÉTODOS DE PESQUISA

3.1 MÉTODO DE AGREGAÇÃO DE VALOR AO EMPREENDIMENTO	37
3.1.1 O Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	44
3.1.2 Selecionando uma opção de investimento (EVA e MVA).....	45
3.1.3 Observações sobre a agregação de valor	51
3.2 BASE CONCEITUAL PARA APURAÇÃO DOS PARÂMETROS	52
3.3 COMO PROCEDER A ANÁLISE.....	54
3.3.1 Cálculo do EVA de acordo com as Teorias de Finanças.....	56
3.3.2 Cálculo do EVA de acordo com os Relatórios Contábeis	58
3.3.3 Market Value Added (MVA).....	59

CAPÍTULO 4

APLICABILIDADE DA METODOLOGIA

4.1 ESTRUTURAÇÃO DA METODOLOGIA	64
4.2 ETAPAS DA PESQUISA.....	67
4.2.1 Fase ❶: Coleta das informações econômico-financeiras	67
4.2.1.1 Etapa ①: Coleta dos balanços e DRE das empresas.....	67
4.2.1.2 Etapa ②: Correção das contas de balanços.....	67
4.2.1.3 Etapa ③: Tabulação dos balanços em planilha eletrônica.....	67
4.2.2 Fase ❷: Apuração do capital e seus custos	71
4.2.2.1 Etapa ①: Seleção das informações e apontamento de indicadores	71
4.2.2.2 Etapa ②: Apuração dos Capitais e seus Custos.....	72
4.2.3 Fase ❸: Apuração da agregação de valor	73
4.2.3.1 Etapa ①: Apuração dos valores do empreendimento	73
4.2.3.2 Etapa ②: Apuração da Agregação de Valor (EVA)	74
4.2.3.3 Etapa ③: Apuração da Agregação de Valor (MVA)	74
4.2.4 Fase ❹: Análise da agregação de valor	74

4.2.4.1 Etapa ①: Tabulação dos resultados	74
4.2.4.2 Etapa ②: Análise e Conclusão.....	75
4.3 CONSIDERAÇÕES SOBRE A PESQUISA.....	75

CAPÍTULO 5 **RESULTADOS**

5.1 SÍNTESE DAS ETAPAS E FASES DO PROCESSO DE <i>VALUATION</i>	77
5.2 ANÁLISE CRÍTICA SOBRE OS RESULTADOS DA PESQUISA.....	93
5.2.1 <i>Agribusiness</i> canavieiro	94
5.2.2 <i>Agribusiness</i> açucareiro	97
5.2.3 <i>Agribusiness</i> alcooleiro.....	99
5.2.4 <i>Agribusiness</i> açúcar e álcool integrados	102
5.3 O <i>AGRIBUSINESS</i> SUCRO-ALCOOLEIRO.....	104
5.4 NOVOS INDICADORES EMPRESARIAIS.....	107

CAPÍTULO 6 **CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES**

6.1 CONCLUSÕES	109
6.2 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	110

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	112
ANEXO 1: As empresas estudadas do <i>agribusiness</i> sucro-alcooleiro	117
ANEXO A: Balanços Anuais (1997).....	124
ANEXO B: Balanços Anuais (1998).....	131
ANEXO C: Balanços Anuais (1999).....	135
ANEXO D: Balanços Anuais (2000).....	139
ANEXO E: Balanços Anuais (2001).....	143

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Estrutura do trabalho.....	8
Figura 2: Os ambientes da criação de valor	14
Figura 3: A administração do valor	15
Figura 4: Como se produz valor	17
Figura 5: Pressões para mudança de paradoxos do valor	19
Figura 6: As competências na geração de valor	24
Figura 7: Tomada de decisões na agregação de valor ao empreendimento	25
Figura 8: Análise estrutural do valor	31
Figura 9: As <i>core-competences</i> e <i>core-business</i> para o valor	34
Figura 10: <i>Market Value Added</i>	38
Figura 11: <i>Economic Value Added</i>	40
Figura 12: O MVA depende diretamente do fluxo de EVA futuros	41
Figura 13: A relação espaço-temporal entre EVA e MVA	62
Figura 14: Fluxo da análise de criação de valor no <i>agribusiness</i> sucro-alcooleiro.....	66
Figura 15: Desempenho das empresas do <i>Agribusiness</i> Canavieiro	95
Figura 16: Desempenho da Cia. Agrícola Colombo (Cana-de-açúcar).....	96
Figura 17: Desempenho das empresas do <i>Agribusiness</i> Açucareiro	98
Figura 18: Desempenho da Refinaria Catarinense S.A. (Açúcar).....	99
Figura 19: Desempenho das empresas do <i>Agribusiness</i> Alcooleiro.....	101
Figura 20: Desempenho da Gramame Industrial e Agrícola S.A. (Álcool)	102
Figura 21: Desempenho das empresas do <i>Agribusiness</i> Sucro-alcooleiro	103
Figura 22: Desempenho da Açúcar Guarani S.A. (Açúcar e Álcool integrados).....	104
Figura 23: Desempenho Global das empresas do <i>Agribusiness</i> Sucro-alcooleiro	105

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Balanço e Demonstração de Resultado da Cia. Sucro-Alcooleira.....	55
Tabela 2: Informações adicionais ao Balanço da Cia. Sucro-Alcooleira	60
Tabela 3: Fase ❶ — Coleta das informações econômico-financeiras	79
Tabela 4: Fase ❷ — Apuração do capital e seus custos	81
Tabela 5: Fase ❸ — Apuração da agregação de valor.....	82
Tabela 6: Fase ❹ — Análise de agregação de valor	83
Tabela 7: Estratégias financeiras e direcionadores de valor.....	93

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

BCG	Boston Consulting Group
BSC	<i>Balanced Scorecard</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (Modelo de Precificação de Ativos de Capital)
CFROI	<i>Cash Flow Return on Investment</i> (Retorno de Fluxo de Caixa sobre o Investimento)
CKe	Custo do Capital Próprio (<i>equity</i>)
CKi	Custo do Capital de Terceiros (<i>interest</i>)
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i> (Fluxo de Caixa Descontado)
EBIT	<i>Earning before interest and taxes</i> (Lucro antes de juros e impostos)
EBITDA	<i>Earning before interest, taxes, depreciation and amortization</i> (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Pode ser substituída pela sigla LAJIDA)
ELP	Exigível a Longo Prazo (Passivo)
EP	<i>Economic Profit</i> (Valor Econômico)
EVA™	<i>Economic Value Added</i> (Valor Econômico Adicionado, ou Agregado)
IEA	Instituto de Economia Agrícola
IGP-DI	Índice Geral de Preços — Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral dos Preços do Mercado
INCC	Índice Nacional do Custo da Construção
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços no Atacado
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Ampliado
IPC-Fipe	Índice de Preços ao Consumidor — Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IR	Imposto de Renda

Ke	Capital Próprio (<i>equity</i>)
Ki	Capital de Terceiros (<i>interest</i>)
LOP	Lucro Operacional
MVA™	<i>Market Value Added</i> (Valor de Mercado Adicionado, ou Agregado)
NOPAT	<i>Net Operating Profit after Taxes</i> (Lucro Operacional após o Imposto de Renda)
OCDE	Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PC	Passivo Circulante
PL	Patrimônio Líquido
P/L	Indicador Preço da ação sobre o lucro.
ROA	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre os Ativos)
ROE	<i>Return on Equity</i> (Retorno sobre o Patrimônio Líquido).
ROI	<i>Return on Investment</i> (Retorno sobre o Investimento)
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i> (Retorno sobre o Capital Investido)
ROS	<i>Return on Sales</i> (Retorno sobre as vendas)
TSR	<i>Total Shareholder Return</i> (Retorno Acionário Total)
UNICA	União da Agroindústria Canavieira de São Paulo
USDA	<i>United States Department of Agriculture</i> (Departamento de Agricultura dos Estados Unidos)
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Custo Médio Ponderado de Capital)

RESUMO

Uma empresa apenas cria valor se o retorno sobre seu capital for maior do que o custo envolvido ou do que a taxa de ganho que os investidores poderiam auferir no caso de investirem em outros empreendimentos com o mesmo risco.

A análise do resultado econômico das empresas permite verificar se, ao final, elas criaram (ou destruíram) valor. Portanto, a performance das empresas é avaliada sob os conceitos de criação de valor ao acionista, EVA e MVA — sistemas de mensuração financeira que possibilitam analisar o resultado, os recursos aplicados e a estrutura de capitais.

Neste trabalho foram analisados os balanços e as demonstrações contábeis de 246 empresas brasileiras do setor sucro-alcooleiro nos anos de 1997 a 2001. Trata-se de um trabalho inédito, que demonstrou a criação de valor nessas empresas através das teorias de Finanças e de Contabilidade.

Após a análise da criação de riqueza dessas empresas, pelos parâmetros EVA e MVA, pode-se rever a administração do valor com fulcro na perpetuidade do empreendimento.

Embora a pesquisa tenha apontado uma destruição de valor no agronegócios sucro-alcooleiro naquele período ela reflete também uma vigorosa recuperação deste setor, motivo de orgulho para o Brasil.

PALAVRAS-CHAVES: Administração, Estratégia, Finanças, EVA/MVA, Avaliação, Desempenho, agronegócios Sucro-alcooleiro.

ABSTRACT

A company will only create value if the return on its capital is larger than the involved cost or than the earning tax that the investor could obtain comparing to investments in other companies with the same risk.

The economic profit of the companies allows to verify if, at the end, they created (or destroyed) value. Therefore, the performance of the companies is evaluated under the concepts of creation of value to the shareholder, EVA and MVA — systems of financial measures that make it possible to analyze the result, the invested resources and the structure of capitals.

This work has analyzed balance sheets and the accounting statements of 246 Brazilian agribusiness Sugar & Alcohol companies between 1997 to 2001. It is an unpublished work that analyzed the addiction of value in companies of a certain sector of the domestic economy under the Finance and Accounting theories.

After the analysis of the economic value added for those companies by EVA and MVA's parameters, the Value Based Management can be reviewed with the intention of the perpetuity of the enterprise.

Although the research has pointed a destruction of value in the Sugar & Alcohol agribusiness, it also reflects a strong recuperation of that sector of the Brazilian economy, wich is reason pride to Brazil.

KEYWORDS: *Management, Strategy, Corporate Finance, EVA/MVA, valuation, performance, Sugar & Alcohol agribusiness.*

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA

Um número crescente de empresas na Europa, Ásia e América Latina estão se voltando para “medidas de desempenho” para medir o quanto de valor está sendo criado pela empresa (The Economist, 1997a):

Medidas como EVA já estão enraizadas nos Estados Unidos onde um número cada vez maior de investidores em ações, para não mencionar muitas grandes empresas como Coca-Cola, Monsanto e Procter & Gamble, entre outras, que se valem desses parâmetros para precificações de empresas, análise de portfólio econômico, valuation e Balanço Social. Ainda, na estimação de marcas, viabilidade econômica de investimentos e M&A (Mergers and Acquisitions — Fusões e aquisições).

A idéia que está por trás desses parâmetros é simples: uma empresa apenas cria valor se o retorno sobre seu capital for maior do que o custo envolvido ou do que a taxa de ganho que os investidores poderiam auferir no caso de investirem em outros empreendimentos com o mesmo risco. Longe de ser uma novidade, esta é uma das práticas mais antigas em negócios. As empresas, por muito tempo, utilizaram taxas *hurdle* de retorno (taxas de atratividade; taxas de retorno exigidas) para julgar projetos

individuais de investimento. Essas novas medidas ampliam esta prática para toda a empresa.

Essa implicação obriga as organizações a reverem seus portfólios, suas estruturas (macro e microambientais) e seus *core competences & business* para nortear suas ações na busca do valor.

O EVA¹ procura despertar a memória dos administradores ao deduzir de um lucro operacional líquido da empresa uma cobrança pelo volume de capital que ela emprega. Se o resultado é positivo, então a empresa criou valor durante o período em questão. Se o EVA é negativo, então a empresa foi “uma destruidora de valor”. Desde que a empresa saiba o quanto de capital suas unidades operacionais utilizam, ela pode exercitar seu EVA também. Por exemplo, se o capital de uma divisão é R\$ 100 milhões e seu custo de capital é de 10%, sua taxa de retorno almejada será R\$ 10 milhões. Se ela ganhar R\$ 50 milhões, seu EVA será de R\$ 40 milhões. Embora esses cálculos envolvam pequenas mudanças no sentido de melhorar as contas publicadas o princípio é bastante fácil de ser compreendido.

Para Copeland, Koller e Murrin (1994), medidas como o CFROI (Retorno de Fluxo de Caixa sobre o Investimento) são promovidas tanto pelo BCG (Boston Consulting Group) como pela Holt Value Associates, uma empresa de Chicago que orienta administradores de fundos e empresas sobre questões de valorização. Esta é uma medida do retorno sobre o investimento que é ajustada para as distorções que foram causadas pela inflação, diferentes idades e vidas de ativos e diferentes métodos de depreciação (De Villiers, 1997:285-300).

Ao contrário do EVA, que é baseado no lucro contábil ajustado e, assim, é uma medida próxima do dinheiro em caixa, o CFROI compara os fluxos de caixa da empresa com o capital ajustado à inflação utilizado para produzir esses fluxos.

Uma limitação ao uso de parâmetros como o EVA ou CFROI é que são medidas de análise que examinam o passado, que nada diz aos administradores sobre como suas atuais estratégias devem provavelmente afetar o valor futuro de suas empresas. Assim, a Stern Stewart Co. (1999) elaborou uma medida de valor corporativo geral, o *Marked Value Added* (MVA — Valor de Mercado Adicionado), que envolve o capital total de

¹ EVA é uma marca registrada desde 1992, propriedade da empresa de consultoria Stern & Stewart.

uma empresa, incluindo ações, empréstimos e ganhos retidos e deduz isso do valor de seu capital acionário e dívidas. Dessa forma, para se atualizar, o Boston Consulting Group também apresentou uma medida concorrente, a *Total Shareholder Return* (TSR — Retorno Acionário Total), que é a mudança na capitalização de mercado de uma empresa durante o período de um ano, *mais* os dividendos pagos aos acionistas, expressos como uma porcentagem de seu valor inicial.

O EVA serve para calcular quanto valor a empresa está criando (ou destruindo).

Ainda, segundo a Economist (1997b), em termos de desempenho histórico, essas medidas capturam as estimativas de mercado quanto às perspectivas de crescimento da empresa. Stewart (1991) demonstra que existe uma íntima correlação entre as medidas EVA e MVA — se os administradores melhorarem a medida EVA, o MVA da empresa terá uma probabilidade maior de melhorar também.

Os tradicionais padrões de comparação do desempenho das empresas, como o retorno sobre o capital empregado ou os ganhos por ação, baseiam-se apenas em números de contabilidade. O problema é que a falha dos números contábeis podem ser facilmente manipulados. Por exemplo, aumentando o tempo de vida de depreciação de um ativo (o que melhora os ganhos por ação) ou usando o *leasing* operacional para manter os ativos fora dos balancetes (o que aumenta o retorno sobre o capital), as empresas podem “alterar” sua verdadeira saúde financeira. Isso explica por que as mudanças em, por exemplo, ganhos por ação, esclarecem muito pouco sobre as mudanças nas relações preço/lucro da empresa, uma medida padrão tradicional do valor patrimonial da empresa.

Embora EVA e outras medidas sejam úteis como indicadores de desempenho, elas podem ser mais do que isso. Utilizadas como ferramentas de administração empresarial, podem convencer os administradores a criar enormes impérios às expensas dos acionistas, ou a colocar em primeiro lugar os interesses dos proprietários.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivos Gerais

Determinar, através dos indicadores EVA e MVA, o desempenho das empresas do *agribusiness* sucro-alcooleiro nacional na criação de valor.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Evidenciar a mudança de paradigmas nas análises de desempenho — o uso de novos indicadores (EVA/MVA);
- Constatar a validade dos indicadores de desempenho (EVA/MVA) nos resultados das empresas estudadas — se elas criaram ou destruíram valor;
- Verificar a responsabilidade e a conscientização da administração dessas empresas em criar riqueza ao empreendimento — objetivo de perpetuidade da empresa;
- Detectar os valores intangíveis (marca, patente, capital intelectual, etc.) e sua influência nas análises de desempenho das empresas através da criação (ou destruição) de valor ao acionista;
- Propor, para as empresas que apresentam “destruição” de valor ao empreendimento, nalgumas empresas estudadas, uma revisão geral do parque fabril, manejo varietal, novas tecnologias, abandono de ativos que não criam valor, etc.; e
- Notabilizar, consoante a agregação (ou destruição) de valor, a criatividade gerencial, a capacidade de produção, a satisfação do cliente e a otimização de fluxos.

1.3 JUSTIFICATIVA

O que uma empresa define como indicador é o que ela vai obter como resultado: as medidas nas organizações afetam de maneira significativa o comportamento dos gerentes e dos empregados. Medidas tradicionais utilizadas no mundo dos negócios como retorno sobre investimento e produtividade por funcionário, todas focadas em controle e originadas da função financeira tradicional, podem dar algum sinal relacionado à performance atual e ao crescimento pontual da empresa, mas não explicitam esforços e resultados como melhorias, inovações e investimentos voltados para o desenvolvimento organizacional.

Os modelos tradicionais financeiros serviram bem à era industrial, mas já não são apropriados para direcionar e avaliar competências que as empresas da era do conhecimento devem dominar.

Traduzindo a visão e a estratégia em um sistema que efetivamente comunica a intenção de agregar valor e direcionar o desempenho para os objetivos estabelecidos, o método que aqui é apresentado parte de uma mesma premissa: há uma necessidade crucial de aplicação de medidas de desempenho não só baseadas no controle, mas também focadas na visão e na estratégia. Isso vem sendo cada vez mais demandado pelas empresas que se ressentem da não-capacidade de avaliar todos os seus esforços de forma integrada.

1.4 LIMITES

Devido a impossibilidade da pesquisa *in loco* das centenas de empresas estudadas por fatores de disponibilidade de tempo e de custo financeiro (viagens, hospedagem, trâmites, etc.), procurou-se adotar uma fonte fidedigna, de acesso pública: os balanços e demonstrações contábeis publicados nos principais jornais brasileiros de circulação nacional.

Demais informações pertinentes foram agregadas graças às participações de executivos de algumas das empresas estudadas que, gentilmente, confirmaram dados,

esclareceram dúvidas, indicaram sites de pesquisa, liberaram seus balanços e demonstrações contábeis e propiciaram que esse trabalho lograsse êxito.

1.5 METODOLOGIA

No trabalho em voga, o tema EVA/MVA a ser discutido enquadra-se como uma análise de agregação de valor ao empreendimento. O método utilizado é o estudo de caso. Sendo o estudo de caso uma modalidade de **Pesquisa Descritiva** (Rudio, 1986), optou-se por esta proposta para analisar o desempenho das empresas sucro-alcooleiras de diferentes Estados do Brasil.

A utilização do método de pesquisa descritiva para análise da criação (ou destruição) do valor permite avaliar as empresas estudadas e, simultaneamente, identificar, sistematizar e propor estratégias que assegurem a perpetuidade de uma organização (produto, serviço, idéia, etc.).

Para desenvolver a pesquisa e exemplificar a proposta de um roteiro de *valuation* foram reunidos os Balanços Anuais, disponibilizados pela Gazeta Mercantil, que apresentam uma base de dados dos últimos cinco anos (1997 a 2001) e cujas análises das demonstrações contábeis foram elaboradas consoante as práticas pertinentes da Legislação Societária e normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Trata-se de empresas e sociedades anônimas do *agribusiness* sucro-alcooleiro que, por lei, são obrigadas a divulgar seus balanços e as limitadas que, embora não sejam obrigadas a fazê-lo, submeteram seus balanços à análise. Por esse motivo, podem não constar do *ranking* empresas conhecidas e outras que não enviaram seus balanços para análise. Outras não puderam fazê-lo porque ainda não tinham concluído seus balanços até os períodos da pesquisa (Anexos A a E).

Considerou-se as disposições da Lei 9.249, de 26/12/96 que, através dos seus artigos 4º e 5º, extinguiu, a partir de 1º de janeiro de 1996, a sistemática de até então em vigor de correção monetária das demonstrações contábeis, bem como o disposto na Instrução CVM nº 248, de 29/03/96, as referidas análises foram divulgadas na forma da legislação societária.

Trata-se, portanto, de fonte de alta credibilidade, cujos balanços são divulgados em hasta pública para conhecimento dos acionistas e do público em geral e como prestação de contas à sociedade. As empresas estão classificadas com base na receita operacional líquida do último exercício, seccionadas por setores do *agribusiness* sucro-alcooleiro (cana-de-açúcar, açúcar, álcool e açúcar e álcool integrados).

As empresas com fechamento de exercício social diferente de 31 de dezembro tiveram suas contas de balanço corrigidas para aquela data. Com isso, procurou-se eliminar as distorções provocadas pela inflação, no período analisado, colocando as empresas da amostra sob mesma base para efeito de comparação.

1.6 ESTRUTURA

Conforme a **Figura 1**, após este capítulo introdutório, o **Capítulo 2** apresenta uma fundamentação teórica e revisão bibliográfica sobre os temas EVA, MVA, agregação de valor e panorama setorial do *agribusiness* sucro-alcooleiro.

No **Capítulo 3** são definidos os materiais e métodos de pesquisa e as formas de *valuation* pelos métodos EVA e MVA através das teorias de finanças e dos relatórios contábeis.

Já no **Capítulo 4** são aplicados os métodos analíticos de desempenho, embasados no cabedal científico do capítulo anterior, servindo como um guia de *valuation* para as empresas do setor sucro-alcooleiro — foco da pesquisa — e também para quaisquer outras empresas, guardadas as devidas proporções.

Como produto da pesquisa e das análises setoriais, no **Capítulo 5** são expostos os resultados da agregação de riqueza dessas empresas no período de 1997 a 2001.

Assim, no **Capítulo 6**, são apresentadas as conclusões e as recomendações para trabalhos futuros, permitindo que este trabalho possa subsidiar o planejamento estratégico e a tomada de decisões com fulcro na agregação de riqueza.

Por fim, colocam-se as Referências Bibliográficas e os Anexos.



Figura 1: Estrutura do trabalho

Fonte: Medeiros, 2001

CAPÍTULO 2

REVISÃO DA LITERATURA E FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1 REVISÃO DA LITERATURA

O EVA não é uma descoberta recente. Trata-se de uma medida de desempenho de contabilidade definida pelo lucro operacional subtraído dos custos do capital.

O conceito de EVA, popularizado nesta última década do século XX, na verdade não é uma novidade nos meios acadêmico e empresarial. David Ricardo, em seus tratados de economia, já em 1823, tratava da riqueza da empresa dessa forma, considerando o valor econômico adicionado.

De acordo com Wallace, *apud* Chen & Dodd (1997:318-333), um dos primeiros autores a mencionar o conceito de renda residual foi Alfred Marshall, em 1890. Marshall (1890:142), definiu lucro econômico como “*o total de rendas líquidas menos a taxa de capital investido no mesmo período*”.

Segundo Dodd & Chen (1996:26-28), a idéia de “renda residual” apareceu primeiro na literatura das teorias de contabilidade do século passado — como por exemplo Church, em 1917 e Scovell, em 1924 — e, na literatura de Administração, em 1960. Para os mesmos autores, os acadêmicos finlandeses e a imprensa financeira discutiram o conceito nos idos de 1970. Virtanen, em 1975, também citado por Dodd

& Chen (1996) e por Mäkeläinen (1997), definiu essa apuração da renda residual como “*uma boa maneira de complementar o ROI — Return on Investment*”. Conhecendo este histórico muitos acadêmicos têm desejado saber sobre a grande publicidade e elogios que têm cercado o EVA nos últimos anos.

Para Copeland, Koller e Murrin (1994), o EVA é geralmente definido como Valor Econômico — *Economic Profit* (EP) —, respeitando-se os problemas causados pela marca registrada pela McKinsey & Co. O nome EP não é tão popular e conhecido como aquele urdido por todos os conceitos de rendas residuais e comumente chamado de EVA, embora eles não incluam todos os elementos definidos por Stern Stewart & Co (1999). Por exemplo, rusticamente, qualquer uma das empresas que adotaram o EVA calculam a taxa de retorno baseada no início do capital, conforme definido por Stewart (1991), porque, na média, o capital é, na prática, a melhor estimativa do capital empregado.

Assim muitas empresas não usam atualmente o EVA, mas outras medidas de renda residual. Este detalhe significativo é ignorado para evitar contradições mais sérias. E isto é justificado para afirmar que o conceito de EVA que as tais empresas estão usando corresponde virtualmente ao EVA definido pela Stern Stewart Co.

Ainda, para os mesmos autores (Copeland, Koller e Murrin, 1994), nos anos setenta, a renda residual não adquiriu larga publicidade e não terminou como sendo a medida de desempenho principal nos grandes negócios das companhias. Porém, o EVA atual é praticamente o mesmo conceito com um nome diferente. Além disso, a propagação do EVA e outras medidas de rendas residuais parecem não estar tendenciosas ao enfraquecimento. Pelo contrário, para Nuelle, Wallace e pela Economist, citados por Mäkeläinen (1998:8) o número de companhias que adotam o EVA está aumentando rapidamente.

Pode-se adivinhar por que a renda residual nunca ganhou uma popularidade desse nível. Um das possíveis razões é que aquele valor econômico adicionado — ou agregado — (o EVA) foi comercializado com um conceito de valor de mercado adicionado (MVA) e se ofereceu para comercializar *valuation*. Nas vezes em que os investidores exigem foco em valor para o acionista isto provoca um embate aguerrido. Há também um grande marketing através das contribuições de Stern Stewart & Co (1999).

As siglas são parecidas e as intenções também. Em ambas está explícita a remuneração do capital investido pelo acionista. O objetivo comum é convencer os executivos de que a meta é criar valor, e não apenas dar lucro contábil. As diferenças estão nas inúmeras medidas de desempenho e teorias de gestão usadas para se chegar lá.

O EVA pressupõe um modelo de gestão para as empresas. Pode demorar um ano ou mais e o preço pode ser acentuado nesses tempos de ajuste fiscal. Mas, os precursores garantem que as empresas não serão mais as mesmas. Observe alguns exemplos de empresas que adotaram o EVA: Coca-Cola, IBM, AT&T, Quaker Oats e — no Brasil — Brahma, Globopar, Embratel, Andrade Gutierrez, Villares e Telerj.

Até aí o EVA é só mais uma medida de desempenho que concorre com ROS, ROE, CFROI, entre outras tantas que locupletam o cabedal científico dos administradores.

Segundo Copeland (1994:97:109), a idéia é convencer executivos e gerentes da empresa a adotar o conceito de valor econômico no seu dia-a-dia e tomar decisões sempre orientadas na geração de valor. Para isso é fundamental que a remuneração dos funcionários esteja atrelada aos resultados obtidos pois, só assim, começa-se, efetivamente, a colocar o programa em prática. Um exemplo: um executivo que está prestes a se aposentar pode deixar de fazer investimentos para aumentar o lucro líquido e receber um bônus maior, mesmo comprometendo o futuro da empresa. Com o EVA, isso não aconteceria porque o seu cálculo não segue exatamente as chamadas “práticas contábeis geralmente aceitas” e trata o investimento como um ativo diferido, que vai dar retorno no futuro, e não como uma despesa a ser abatida dos resultados da empresa imediatamente.

O treinamento é o mais importante na fase inicial de implantação do EVA. Toda e qualquer decisão deve ser tomada levando-se em conta o valor do capital empregado e a geração de valor.

Por quê, ao compararmos duas empresas que apresentam lucro líquido, uma pode estar criando valor para seus acionistas enquanto a outra, destruindo? Devem tais variações do lucro e do valor da empresa ser atribuídas às estratégias empresariais?

Sabe-se que muitas empresas têm criado riqueza, enquanto outras a têm destruído. Desvendar os fatores econômicos que levam as empresas a criar (ou destruir)

riqueza é um tema muito importante tanto para os administradores quanto para os investidores (Brealey & Myers, 1997).

A metodologia com foco na criação de valor adicionado (ou agregado) ao acionista é um instrumento para uso gerencial e estratégico de avaliação econômico-financeira, que busca a mensuração e análise das decisões tomadas pelos gestores da empresa bem como a projeção de cenários futuros.

Já para Hamel e Ehrbar (1997) é normal que existam explicações e motivos para a situação atual. Tecnicamente, as medidas tradicionais de análise como Lucro por ação, Lucro do período e Retorno sobre Investimento não são instrumentos suficientemente claros e consistentes. Trazem certas incoerências na maneira de avaliar o porquê, o como, e de que forma projetar as alternativas possíveis visando a melhoria operacional e administrativa ou a reversão de uma situação.

Malvessi (1999), ao considerar que o objetivo fundamental de Finanças é a maximização da riqueza do acionista, a utilização do conceito com foco na criação de valor vem, definitivamente, racionalizar a metodologia de aplicação. Uma diferença básica é que considera no resultado operacional a dedução do custo do capital aplicado no negócio como um encargo financeiro que, obrigatoriamente, causará impacto no resultado operacional líquido do período. Fornece transparência aos administradores do objetivo mínimo de remuneração ao acionista e da necessidade de se criar valor.

Assim, a “criação de valor” ocorre quando os retornos operacionais líquidos da empresa ou unidade de negócios “excedem” o custo do capital aplicado no negócio:

↑ **Resultado “positivo”** = Criação de Valor ao Acionista.

↓ **Resultado “negativo”** = Destruição de Valor ao Acionista.

Portanto, a metodologia verifica, com critérios técnicos, se houve criação ou destruição de valor econômico aos acionistas, em um período definido, possibilitando o entendimento das causas e quais as alternativas para mudar a situação vigente.

O objetivo principal da incorporação dos conceitos e instrumentos com foco na Criação de Valor é a concentração de esforços necessários para incrementar operacionalmente os negócios e maximizar a riqueza do acionista a longo prazo (Criação de Valor Adicionado).

Para aplicação da metodologia com foco na Criação de Valor faz-se necessário definir alguns conceitos, como:

- **Custo de Capital:** é representado pelo Custo Médio Ponderado do Capital Próprio e de Terceiros;
- **Lucro Econômico:** é definido como o Lucro Operacional deduzido o Imposto de Renda, quando ultrapassar os encargos financeiros do Capital;
- **Valor Econômico Adicionado (ou Agregado):** representa o crescimento do Lucro Econômico de um período para outro; e
- **Encargos Financeiros do Capital:** representa efetivamente o valor monetário do Custo do Capital aplicado e investido no negócio.

Para Myers (1996) o porquê do crescente interesse pela utilização da metodologia de criação de valor deve-se à fácil aplicabilidade e cálculo dos conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro por Ação, ROI e ROE, que continuam sendo muito utilizados pelas empresas e pelo mercado e citados na literatura.

Embora usuais e práticos, esses indicadores supracitados têm reconhecidas deficiências e imprecisões, não mensurando adequadamente o resultado dos negócios sob a óptica de incremento da riqueza do acionista como também não servem para julgar o desempenho dos executivos.

2.2 HISTÓRICO DA AGREGAÇÃO DE VALOR

A competitividade e a velocidade com que está ocorrendo a transformação dos negócios e a globalização dos mercados exigem dos gestores das empresas atitudes e técnicas cada vez mais eficazes e que propiciem respostas com alternativas rápidas, tangíveis e claras.

Shank e Govindarayan (1993) observam que a tendência de redução de custos e melhoria contínua estão presentes e continuarão a forçar as empresas a buscar saídas inteligentes, visando sempre crescer e melhorar os resultados. Entender realmente o que está acontecendo com as atividades e com o resultado econômico é fundamental. Com certeza não é tarefa fácil e a procura por novos sistemas de decisão está sendo cada vez mais intensa. Por outro lado, existem novidades a toda hora, o que novamente se traduz

na necessidade de constante pesquisa sobre a incorporação ou não dessas tecnologias (Figura 2).

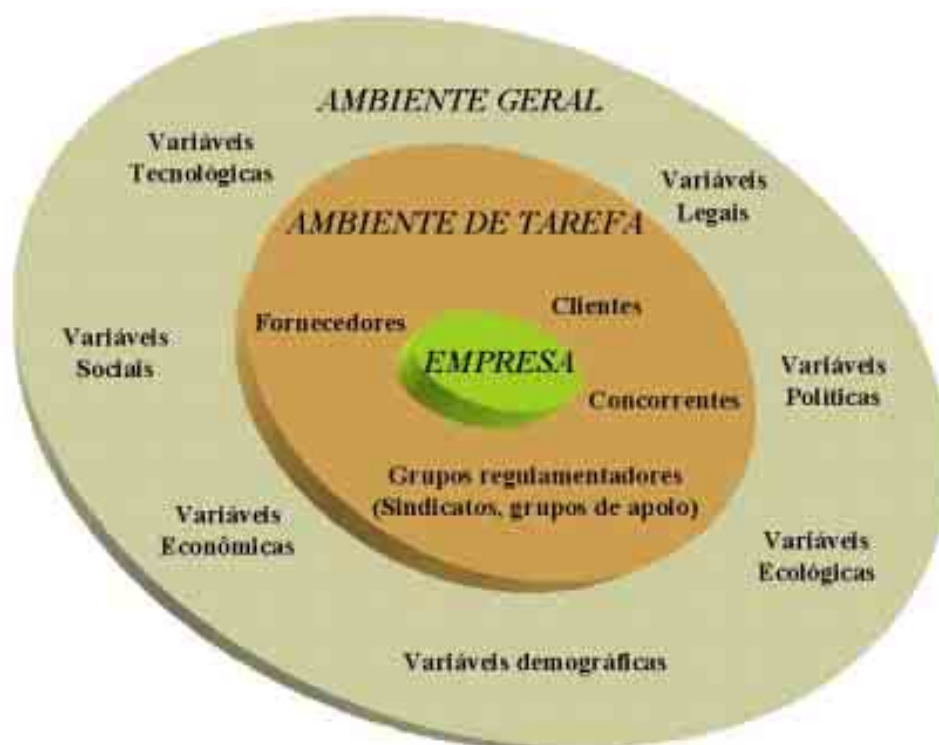


Figura 2: Os ambientes da criação de valor

Fonte: Adaptado de Chiavenato *apud* Copatto, 1992

Conforme Rappaport (1981:139-149), é premente a necessidade de atualização e adoção de estratégias competitivas de longo prazo para a obtenção de resultados econômicos duradouros.

Os conceitos de criação de valor ao acionista como o MVA e o EVA têm estado em evidência tanto no mundo acadêmico quanto no meio dos analistas do mercado financeiro nos EUA e no Brasil.

O livro **The Quest for Value**, de G. Bennett Stewart III, de 1991, e o artigo **The Real Key to Creating Wealth**, publicado pela revista Fortune em setembro de 1993, representam o marco inicial da metodologia de mensuração da criação de valor ao acionista — EVA e MVA. Apresentam fundamentação teórica e citam exemplos dos resultados obtidos com sua utilização.

Esses conceitos são aplicáveis a empresas com ou sem fins lucrativos, para os investidores em geral e para os acionistas propriamente ditos.

A Stern Stewart & Co. e outras consultoras afirmam que suas teorias de medidas podem ser úteis para alertar com antecipação (**Figura 3**). Por exemplo, se houvesse um monitoramento do EVA da IBM ter-se-ia notado um declínio consistente entre 1984 e 1989. Em 1988 ela ficou negativa (ou seja, a IBM estava destruindo valor) apesar da empresa registrar um aumento de lucros líquidos. Porém a “métrica” também não previu a reviravolta da *Big Blue* em 1994.

Para Giacometti (2000), observa-se, recentemente, o comportamento das ações que compõem o Índice da NASDAQ — que inclui preponderantemente empresas de tecnologia — vêm apresentando grandes oscilações e atribuindo a determinadas empresas um valor muitas vezes maior do que o indicado pelos livros. Por outro lado, o Índice *Dow Jones*, mostra menor volatilidade — porque inclui empresas mais tradicionais — algumas delas corporações gigantescas, com excelente história de inovação e resultados.



Figura 3: A administração do valor

Fonte: Adaptado de Chiavenato, 1987

Consoante observações de Somoggi (1997:56-58), a percepção de valor, no mercado, é fortemente influenciada pelos ativos intangíveis — a diferença entre o valor de mercado (“*traded value*”) e o valor de livros de uma empresa. O chamado “valor de livros” das empresas americanas declinou de 95%, em 1978, para cerca de 40%, em 1996, em relação ao valor negociado em Bolsa. Provavelmente este percentual é ainda menor nos dias de hoje e um número pequeno de empresas representa um percentual significativo do valor transacionado nas Bolsas de Valores mundiais.

Rappaport (1981:139-149) preconiza que analistas, investidores e empresários estudem quais critérios devem prevalecer para ativos que criam valor. Parece haver convergência no sentido de que é necessário uma nova classificação dos ativos para avaliação das empresas. Além dos ativos físicos há que considerar também outros ativos: financeiros, clientes, funcionários e colaboradores, fornecedores e a organização.

Dessa forma, observa-se em Ross, Jaffe e Westerfield (1995) que os ativos financeiros incluem não apenas o caixa, mas também gestão de valores recebíveis, seleção e decisão sobre futuros investimentos e relacionamentos com fontes de financiamento (capital próprio e de terceiros).

Para Rappaport (1986), a questão é como decifrar o código de valor da empresa. Nem todos os ativos que a empresa possui criam valor. O primeiro trabalho é identificá-los. O segundo, mais difícil, é classificar os ativos mais relevantes e correlacioná-los com a noção de valor. Depois, quanto os mesmos devem contribuir. Após, é necessário classificar os ativos que criam maior valor e desfazer-se dos que têm baixo ou nenhum desempenho. Por último, colocar foco estratégico nos ativos que realmente são importantes.

Novos modelos de empresas estão emergindo baseados na combinação ideal dos seus ativos, incluindo tecnologia. É bem possível que desses processos resulte um novo paradigma para apresentação de demonstrações financeiras. Hoje é difícil ter-se uma idéia do verdadeiro valor da empresa simplesmente através das informações visíveis. O desafio é desenvolver um novo sistema para reportar as informações e avaliação de desempenho que identifique adequadamente os ativos que criam valor (**Figura 4**).

No Brasil o assunto é relativamente novo e ainda não há exemplos completos ou divulgados de aplicação dessa metodologia (Malvessi, 2000b). Nas demonstrações financeiras publicadas em 1996, percebe-se que a Brahma iniciou a aplicação da

metodologia do EVA. Sabe-se também que Aços Villares, Globopar, Andrade Gutierrez, Alcan e Spal, entre outras, estão utilizando essa abordagem.

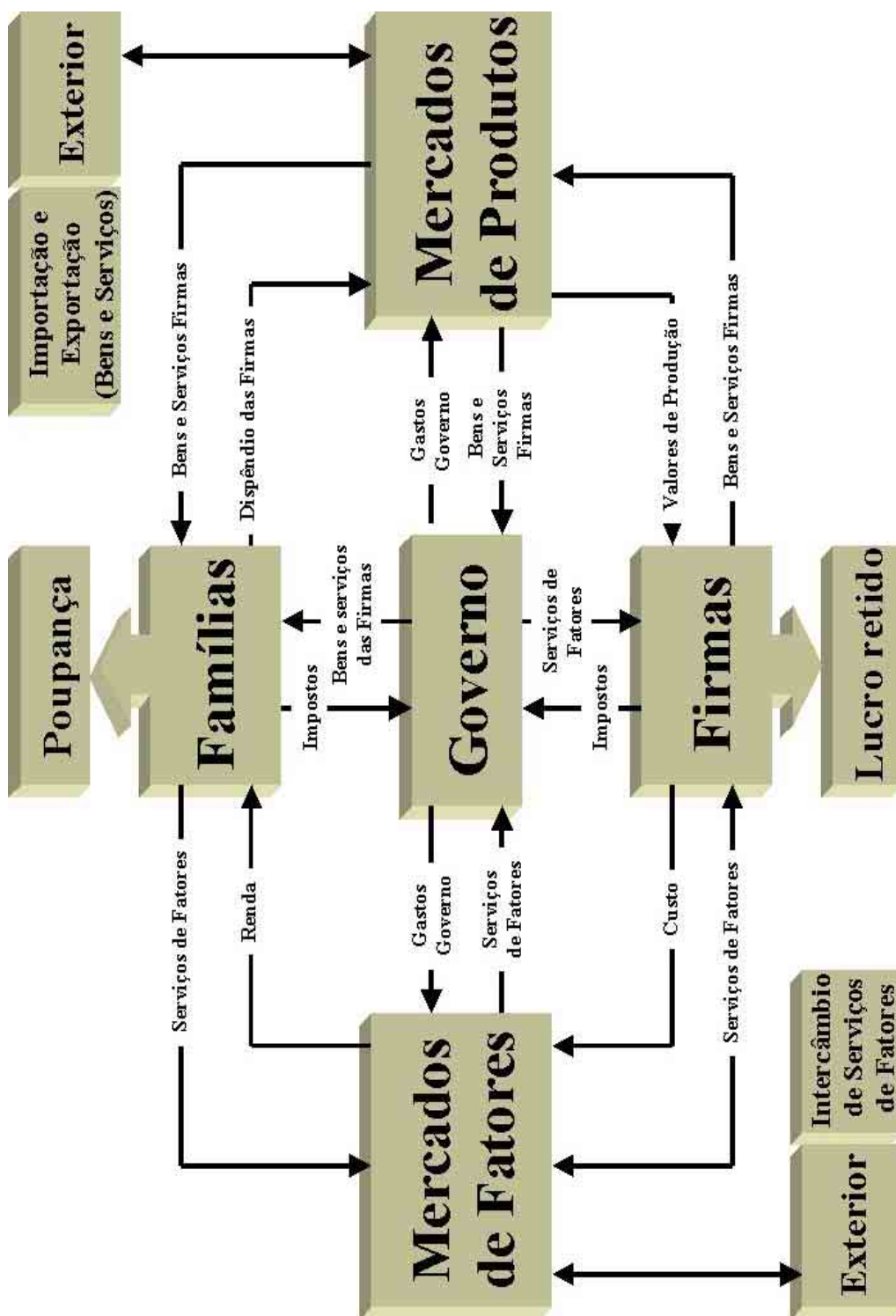


Figura 4: Como se produz valor

Fonte: Adaptado de Wonnacott et al., 1982

2.2.1 As novas controvérsias do valor

A globalização da economia impõe um desafio aos administradores de empresas — especialmente do setor sucro-alcooleiro: a necessidade de administrar valor. Eles precisam focar, como nunca antes o fizeram, o valor que está sendo criado pela estratégia corporativa e pelas estratégias das unidades de negócio (Damodaran, 2000).

Isso se dá no Brasil por que, segundo a UNICA (2000), em menos de 1% das terras agricultáveis, plantam-se 4,5 milhões de hectares de cana (duas vezes a área do Estado do Piauí), matéria-prima que permite a fabricação de energia natural, limpa e renovável. A cana é, em si mesma, usina de enorme eficiência: cada tonelada tem um potencial energético equivalente ao de 1,2 barril de petróleo. O Brasil é o maior produtor do mundo, seguido por Índia e Austrália. Na média, 55% da cana brasileira vira álcool e 45%, açúcar. Planta-se cana no Brasil, no Centro-Sul e no Norte-Nordeste, o que permite dois períodos de safra. Plantada, a cana demora de ano a ano e meio para ser colhida e processada pela primeira vez. A mesma cana pode ser colhida até cinco vezes, mas a cada ciclo devem ser feitos investimentos significativos para manter a produtividade.

A cana é a força por trás das 307 “centrais energéticas” existentes no Brasil, 128 das quais estão em São Paulo, utilizando cana que cobre 2,35 milhões de hectares de terra. São usinas e destilarias que processam a biomassa proveniente da cana-de-açúcar e que alimentam um círculo virtuoso: produzem açúcar como alimento, energia elétrica vinda da queima do bagaço nas caldeiras, álcool hidratado para movimentar veículos e álcool anidro para melhorar o desempenho energético e ambiental da gasolina.

Quanto à administração de valor, observa-se em Copeland, Koller e Murrin (1994), a evidência de que o aumento do valor para o acionista não entra em conflito com os interesses de longo prazo das outras partes interessadas (**Figura 5**):

As empresas vencedoras parecem criar valor relativamente maior para todos: clientes, mão-de-obra, governo (por meio de impostos recolhidos) e fornecedores de capital. Ainda assim, existem outros motivos — de natureza mais conceitual, mas igualmente convincentes — para que se adote um sistema que priorize o valor para o acionista. Primeiro, o valor é a melhor métrica de desempenho que se conhece. Segundo, os acionistas são a única parte interessada que maximiza simultaneamente as reivindicações de todas as outras além das suas próprias. E, por fim, as empresas que não

apresentarem um bom desempenho verão seu capital fluir na direção de seus concorrentes.



Figura 5: Pressões para mudança de paradoxos do valor

Fonte: Adaptado de Hamel & Prahalad (1994)

2.2.2 Os indicadores de desempenho e os “Intangibles Assets”

Segundo a Economist (1997a),

as empresas que se arriscam, ligando as opções de ações e/ou bonificações dos executivos a melhoras no padrão de medida EVA, corroboram para as estratégias de “administração baseada no valor”. A Harnischfeger Industries, que fabrica equipamentos de mineração, máquinas para produção de papel e equipamentos para guindastes é uma das empresas que utilizam o padrão EVA. Segundo a Forbes, quando adotou a técnica em 1993, a empresa estava destruindo cerca de R\$ 100 milhões de riqueza anualmente, porque os administradores, em suas várias empresas, raramente pensavam no custo do capital que consumiam. Para tornar as coisas piores, eles freqüentemente exageravam os retornos prováveis de aquisições propostas, forçando a matriz a analisar rigorosamente em detalhes cada transação.

Para MALVESSI (1999), com as bonificações dos funcionários ligadas à medida EVA, tanto os diretores operacionais como os financeiros são co-responsáveis pelo resultado da empresa, pois ninguém deseja fazer uma aquisição cujos retornos possam ser menores do que o custo de capital da empresa, de 12%, por exemplo. Num dado momento a Harnischfeger retirou-se de um empreendimento envolvendo a aquisição da Giddings & Lewis, a maior empresa de máquinas-ferramenta dos Estados Unidos, depois que a candidata rival na compra, a Thyssen, da Alemanha, aumentou seu lance. Com os administradores também cortando os estoques no exterior, ajudando a reduzir o capital empregado em R\$ 300 milhões desde 1993, a companhia ficou positiva pelo padrão EVA, dois anos antes da data que a empresa havia estabelecido para si mesma.

Ainda, segundo o mesmo autor, uma outra forma dos administradores aumentar suas bonificações é reduzir o custo do capital que utilizam. Frequentemente isso significa reduzir o capital acionário da empresa, porque as ações são muitas vezes mais caras que a dívida. Desde 1995 a Brahma do Brasil tirou de circulação ações equivalentes a cerca de R\$ 1 bilhão, através de uma série de recompras.

Deve-se tomar cuidado quanto a medidas mais drásticas, uma vez que o EVA desencoraja os executivos a realizarem grandes investimentos, porque o volume de capital adiantado deprime o valor pela medida EVA. Pode-se, com isso, observar que a forma mais fácil de aumentar a medida a curto prazo é “extorquir” a empresa cortando-se despesas de capital. De forma não controlada isso pode causar uma espiral fatal de subinvestimentos na organização e, pior, em poucos anos, pode-se não ter mais uma empresa.

Stern, Stewart e Chew (1994), admitem que a medida EVA pode restringir o crescimento se utilizada de forma muito simples, aconselhando os clientes a expandir parte da carga de capital associada com grandes projetos durante o período de retomo esperado. E sugere que as empresas autorizem que parte de uma bonificação paga pela conquista das metas da EVA em um ano seja retomada se objetivos futuros não forem atingidos.

Como forma de medir as coisas em lugar de reorganizá-las, o EVA e as outras ferramentas são úteis, mas ainda há problemas. Inevitavelmente, medidas de desempenho são um pouco mais úteis em alguns setores do que em outros. É mais difícil (embora claramente não impossível), encontrar medidas para calcular índices em

setores onde muitos dos ativos são itens intangíveis, tais como nomes de marca e talentos para campanhas de marketing. Os consultores têm que fazer estimativas igualmente aleatórias sobre o valor de, por exemplo, um título de jornal. Essas estimativas são cada vez mais exigidas dos contadores e percebe-se uma pressão cada vez maior para elaboração de balanços sociais.

Entretanto, segundo a Stern Stewart & Co. (1999), a abordagem funciona tanto para empresas do setor de serviços quanto para empresas de manufaturas. Pode-se citar o exemplo da Equifax, uma empresa de classificação de créditos sediada em Atlanta (EUA), que começou a usar o EVA em 1992 e economizou uma pequena fortuna ao vender propriedades e realinhar a forma como cobra os próprios débitos. Entretanto, mesmo a Stern Stewart Co. admite que dois tipos de empresa não são apropriados à análise do EVA: as instituições financeiras (que devem reservar capital por razões de regulamentação) e empresas muito jovens, onde a maior parte dos cálculos de receita teria que ser intuitiva.

Há muita crítica a ser feita. Para Hamel & Ehrbar (1997), o uso eficiente do capital não é a razão de ser de todas as empresas bem-sucedidas. Estratégia e inovação são mais importantes. Na verdade é difícil imaginar que o EVA tenha sido útil a Bill Gates quando este começou a Microsoft, ou quando ele decidiu se aliar à Internet. Um analista do mercado de ações que aposta numa empresa porque acredita que o *chairman* é um gênio, pode se sair melhor do que aquele que busca um CFROI positivo.

Os “mercadores” de medidas acreditam que esta abordagem é equivocada. Uma profusão de diferentes medidas pode causar mais problemas do que podem resolver. É bom ter um objetivo claro. Mas as médias equilibradas de desempenho, da mesma forma que o EVA, são apenas uma outra forma de termômetro empresarial. Como a Siemens admitiria, é útil saber até que ponto você está doente, mas o que importa é a cura.

2.2.3 O valor é a melhor métrica de desempenho

Como se depreende em Copeland, Koller e Murrin (1994), “o valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa”. Para compreender plenamente o processo de criação de valor é preciso usar uma perspectiva de longo prazo, gerenciar os fluxos de caixa tanto da demonstração dos resultados como do balanço patrimonial e saber como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos ajustados por seus riscos. Não se pode tomar decisões corretas sem informação completa.

Existem outras medidas de desempenho corporativo, mas nenhuma tão abrangente quanto o valor. Posteriormente é demonstrado que existe uma forte correlação entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor calculado através do EVA. Para os mesmos autores,

o valor não pode ser de curto prazo; outras medidas podem. [...] O lucro por ação ou o retorno sobre patrimônio líquido são freqüentemente usados de maneira míope — na melhor das hipóteses, empregando informações de alguns anos futuros. Ademais, a importância atribuída ao lucro contábil tende a voltar a atenção dos administradores ao gerenciamento da demonstração de resultados.

Assim, o valor propriamente dito e o *timing* do EVA ficam em segundo plano.

Até mesmo a diferença entre o Retorno sobre o Capital Investido (*Return on Investment Capital* — *ROIC*) e o custo do capital pode ser uma métrica inadequada, se usada apenas a curto prazo, porque incentiva o subinvestimento (estimula a empresa a aumentar o ROIC). Se a administração do valor for bem sucedida, os resultados serão refletidos no MVA. As outras medidas de desempenho como o aumento dos lucros, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido e a diferença entre o Retorno sobre o Capital Investido e o custo do capital, são menos abrangentes do que a criação de valor e menos correlacionadas ao valor real de mercado das empresas.

Se adotada a perspectiva da gestão do valor, tomar-se-á melhores decisões e far-se-á melhores negócios, independentemente de seu contexto social. Todos os sistemas, sejam europeus, americanos ou japoneses, realizam *trade-offs*² entre as partes

² Escolha de uma opção em detrimento de outra.

interessadas. O valor permite *trade-offs* mais transparentes e precisos, porque qualquer reivindicação pode ser avaliada. Conforme observa Stewart (1997), o valor da participação da mão-de-obra em uma empresa é o valor presente de todos os fluxos de caixa que os trabalhadores esperam receber da empresa no presente e no futuro. O valor não é estático, ele exige um ponto de vista que engloba vários períodos.

2.2.4 A contribuição das Teorias Financeiras

A grande contribuição que a teoria de finanças apresenta aos investidores, analistas, empresários e à comunidade é que os resultados das estratégias podem ser avaliados de maneira mais eficaz, desde que analisados sob a óptica da criação de valor (Brealey & Myers, 1997). Observe uma das recomendações de Drucker, citado no artigo da Siemens (2001): “*O objetivo central é o aumento do EVA (Economic Value Added) nos próximos três anos em 3 bilhões DM(...)*” e que “*a partir dos objetivos fixados para o EVA e decorrentes do benchmarking, as unidades de negócio desdobrem esses objetivos(...)*”

Fica claro que o primeiro objetivo de qualquer firma deve ser a maximização do lucro dos detentores do capital. Este objetivo que beneficia os detentores do capital garante igualmente que recursos escassos são utilizados da forma mais eficiente possível.

Apesar do conceito exposto ser fundamental e amplamente aceito no domínio da Gestão Financeira, não é incomum confundir a maximização do lucro com a maximização do valor total da empresa. É evidente que o valor total de mercado pode ser maximizado aumentando e investindo o máximo de capital possível; todavia, isto raramente vai ao encontro dos melhores interesses do investidor (Gitman, 1997). A maximização dos lucros do detentor do capital faz-se pela maximização da diferença entre o Valor Total de Mercado da empresa e a quantia de capital fornecida pelos investidores (**Figura 6**).

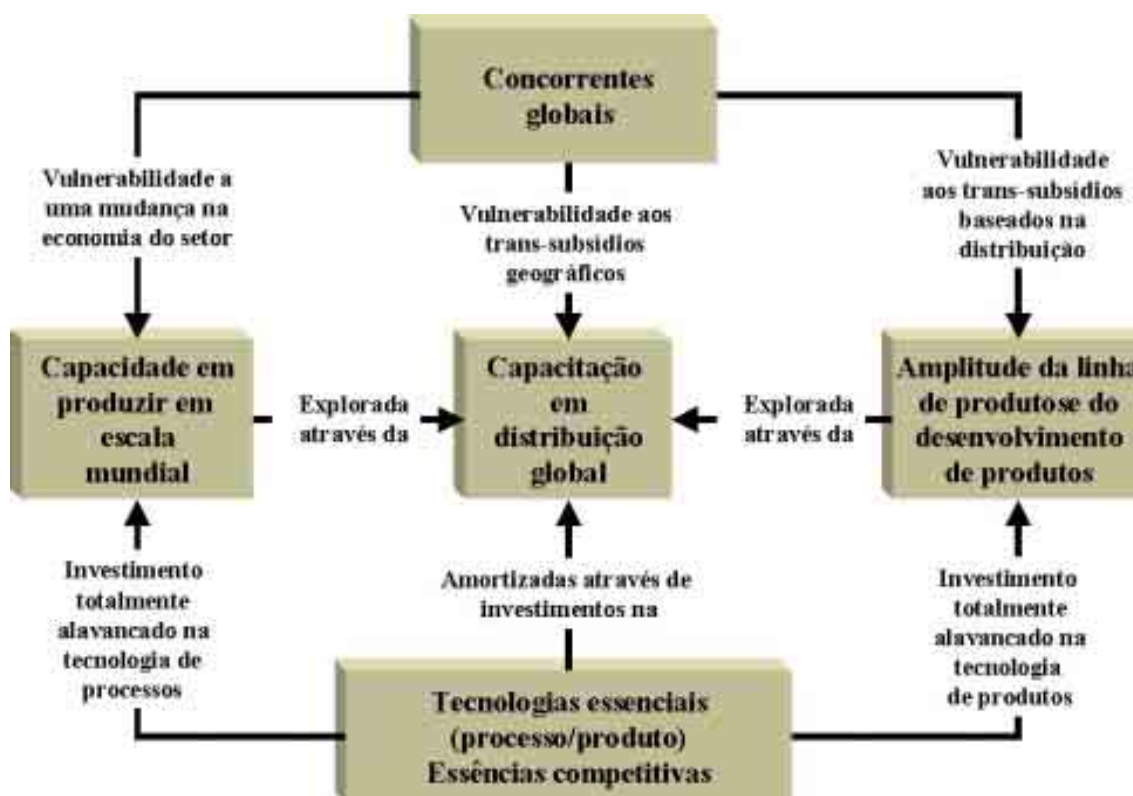


Figura 6: As competências na geração de valor

Fonte: Adaptado de Hamel & Prahalad, 1994

Para Mäkeläinen (1998), o vínculo entre produtividade e maximização do valor para o acionista é forte demais para ser ignorado. Se mais é produzido com menos insumos, o resíduo, ou seja, o valor para o acionista, é maior. Mas, a longo prazo, todas partes interessadas, incluindo a mão-de-obra, são beneficiadas quando uma empresa se apresenta como vencedora em sua indústria. As corporações modernas concedem controle (restrito) do processo decisório aos acionistas (ou seus agentes) porque estes são os únicos participantes que exigem informações completas para tomar decisões em seu próprio interesse. Eles têm incentivos para transformar suas empresas em vencedoras.

A medição e a administração de valor de uma empresa pelo EVA e pelo MVA corresponde melhor ao real valor de mercado das empresas do que qualquer outra medida porque, sem a medida correta do desempenho, não é possível tomar decisões que criem valor (**Figura 7**). Ainda mais importante, no entanto, é mostrar como a avaliação de empresas é usada como ferramenta do processo decisório para a criação de

valor. E por quê criar valor? O que acontecerá se não se criar valor? Todas as partes perdem, tanto na competição local, em termos de indústria, como na concorrência global.

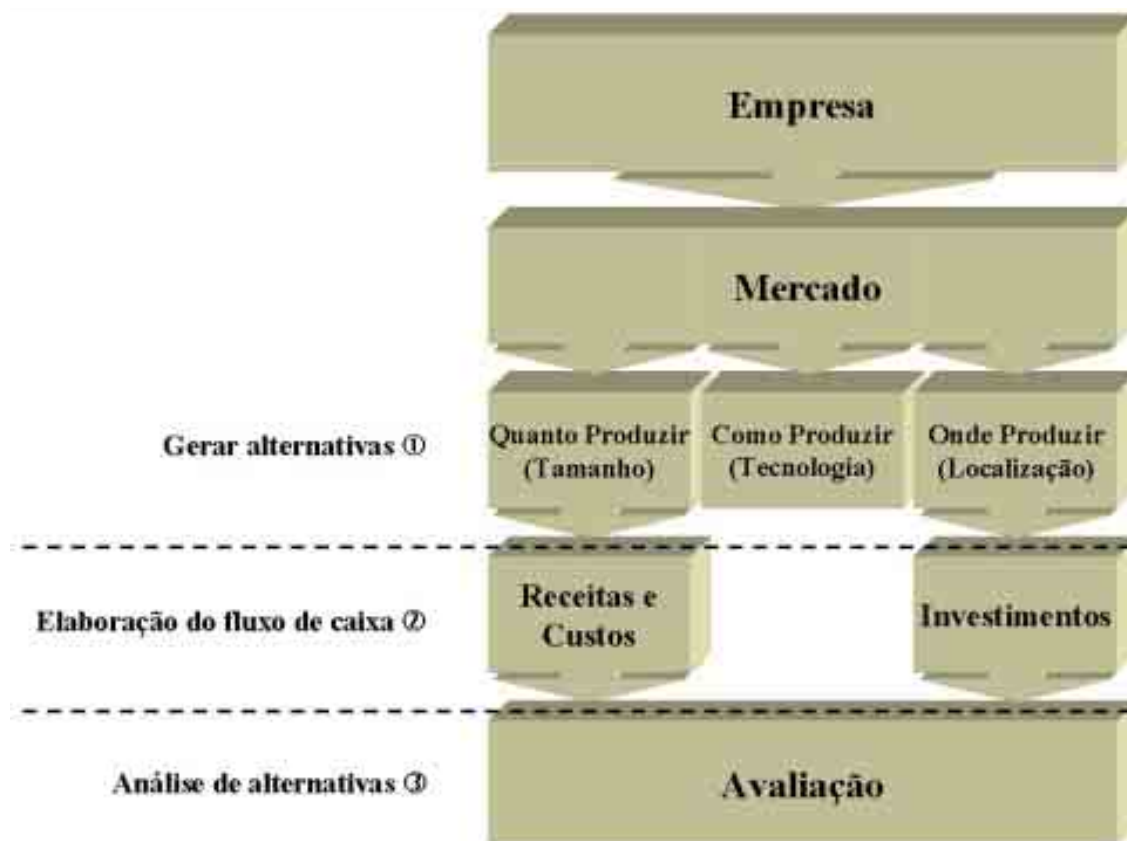


Figura 7: Tomada de decisões na agregação de valor ao empreendimento

Fonte: Copeland, Koller e Murrin, 1994

2.2.5 O EVA determina a remuneração de executivos

Para Koller (1994:87-101), com as dificuldades conjunturais, as metas para atingir o bônus de final de ano estão cada vez mais complexas. O EVA — que considera o lucro econômico e não apenas um valor contábil, como o lucro líquido — é um novo diferencial de análise para gerentes e diretores como forma de garantir um “plus” no salário anual.

Pelo EVA, o custo do capital empregado tem papel fundamental. Quando ligada à remuneração variável, a idéia é, sim, atingir as metas — mas também, e principalmente, gerar valor para o acionista. Há casos de funcionários que param de trabalhar depois que atingiram a meta e jogam a venda para a frente, sem adicionar valor ao negócio. Para atingir a meta estipulada de vendas e ganhar o bônus, por exemplo, um funcionário pode — a poucos dias antes de concluir a meta — fechar um negócio representativo, mas com um prazo de pagamento muito longo. A empresa estará financiando o varejista, com o capital empatado e sem gerar valor para o acionista

A obsessão pelo custo do capital faz com que os executivos pensem duas vezes antes de tomar uma decisão corriqueira (Edvinsson & Malone, 1997). Na prática, os profissionais passam a dar mais atenção para o prazo de pagamento concedido na venda e ao volume de estoque, por exemplo. Não adianta uma unidade de negócios, com um ótimo resultado, mas com estoque alto. A idéia é ponderar se aquele dinheiro não renderia mais se estivesse aplicado.

Considerar o custo do capital do acionista em cada resolução administrativa promete bons resultados. Um estudo realizado pela Oakland University com empresas norte-americanas indica que o EVA ligado à remuneração melhora em 9% a performance do acionista no primeiro ano, 12% no segundo ano e 10% no terceiro (Koller, 1994:87-101).

O objetivo da remuneração variável é fazer refletir no bolso dos funcionários os resultados da empresa. Com o EVA, a simulação dos riscos e do pensamento do acionista é ainda mais próxima da realidade. A cultura do dono está refletida na atitude de cada gerente da empresa. Pelo método o funcionário ganha se a empresa vai bem, mas também pode perder se ela for mal.

Quando se atrela a remuneração variável ao EVA, a empresa pode criar um banco de bônus, com diferentes graus de alavancagem. Se a empresa atingir o ganho de EVA proposto, o funcionário recebe o bônus. Se superar as expectativas, ele recebe um terço desse valor e os dois terços restantes ficam retidos no “banco”. Isso deve ser feito para que o executivo mantenha a performance boa e não tome decisões de curto prazo para maximizar o EVA em um ano. Caso, no ano seguinte, a empresa tenha resultados inferiores às metas estipuladas, o saldo pode ficar negativo.

2.2.6 Limitações ao uso do PL pelo Valor de Mercado

Novamente, observa-se em Copeland, Koller e Murrin (1994) que, na teoria, deve-se usar o PL pelo seu valor de mercado para qualquer tipo de avaliação financeira, e não o valor de livro ou valor contábil. Porém, aplicar na prática esta teoria não é fácil. Eis as limitações:

- O valor de mercado de uma ação está associado com as expectativas de rendimentos futuros para os acionistas. Esta avaliação de expectativas é freqüentemente mal estimada pelo mercado, para mais ou para menos, somente sendo percebida *a posteriori*;
- O mercado de ações é bastante sensível à entrada e saída de capitais voláteis. O preço de uma ação, muitas vezes, varia por que há excesso ou escassez de dinheiro no mercado de ações;
- Excessiva oscilação da taxa real de juros, que afeta o retorno exigido nos ativos de renda variável;
- Quando se analisa o ano 2000 contra o PL pelo valor de mercado em 31/12/1999, encontra-se um valor de mercado fortemente impactado pelos resultados estimados de 2001 em diante, completamente diferentes do resultado estimado para o ano 2000;
- Num país emergente e em reorganização econômica como o Brasil, expectativas de resultado se alteram com grande freqüência, para melhor ou para pior, o que afeta o valor de mercado dos ativos; e

- No Brasil, a maioria das empresas é de capital fechado, sem ações negociadas em Bolsas. Portanto, estas empresas teriam que projetar seus resultados futuros e estimar um valor teórico de mercado para seus ativos, convivendo com os mesmos problemas de uma empresa de capital aberto, com ações negociadas em Bolsa e preços formados pela comunidade de investidores.

Todos estes motivos fazem com que, na prática, leve-se em consideração o valor contábil do patrimônio líquido para cálculo das medidas financeiras.

Não é de se estranhar que empresas como a Telesp Participações S.A. ou a Televisa ocupem lugares relativamente elevados no *ranking* dos maiores geradores de MVA: estão em setores que representam o futuro. Mas também não é estranho que empresas como a Aracruz Celulose, uma produtora de celulose que administra contratos de compra e venda no mercado futuro, para aliviar os ciclos de preços, e investe em engenharia genética para reduzir o período de crescimento das árvores, também esteja presente. Afinal, o mundo também não aposta no fim do papel. E o que dizer da Embraer, que incrementou seu MVA em 4.000%, estabelecendo um recorde no *ranking*?³ Simplesmente que o mundo descobriu um lugar onde os jatos podem ser fabricados muito mais baratos.

Se o MVA é um conceito relativamente simples para medir a percepção do mercado sobre o futuro de uma empresa, o outro indicador, o EVA, é mais complexo. Stewart & Chew (1998) revolucionaram o mundo corporativo com este indicador (que serviu para fundar a consultoria Stern Stewart & Co., hoje muito bem posicionada em Wall Street). Os benefícios contábeis podem estar destruindo o capital de uma empresa. Deve-se analisar tudo o que não cria valor econômico e postergá-lo.

O ponto fundamental do EVA, no risco de uma simplificação, é considerar que o patrimônio ou capital acionário da empresa — em outras palavras, o dinheiro dos investidores — deveria ter... um custo! Este deveria guardar relação com o risco que a empresa enfrenta, seja por seu endividamento, sua atividade ou o país onde tem suas principais operações. A contabilidade tradicional, no entanto, considera-o como se tivesse custo zero, pensando que a única coisa que tem custo real é a dívida bancária ou

³ Revista América Economia, *ranking* das empresas latino-americanas que agregaram mais valor de mercado, 1999.

de bônus. Desse modo, é fácil intuir que as medidas tradicionais de rentabilidade, como o retorno sobre ativos (ROE, na sigla em inglês), superestimam a criação de benefícios ao subestimar o custo do capital utilizado para gerá-los.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (1994), a YPF, a bem sucedida petroleira argentina, hoje propriedade da Repsol, atingiu uma rentabilidade positiva sobre o capital patrimonial (ROE) de 9% em 1997 e 8% em 1998. Em ambos os anos estava, na verdade, destruindo valor econômico. O motivo é que seu custo real do capital — recalculado por Stern Stewart — era de 13,9%⁴, bem maior que o que eles consideravam como custo. Assim aconteceu com a maior parte das empresas da região, em 1998, produto da crise econômica que baixou os preços e produziu uma fuga de capital externo, o que elevou seu custo, e também o risco do capital acionário.

O paradoxo do método EVA é entender como uma empresa bem-sucedida como a YPF pode estar destruindo ou criando muito pouco valor econômico e, ao mesmo tempo, alcançar uma alta valorização de mercado (MVA). A explicação é que o mercado está valorizando fundamentalmente o tremendo potencial futuro da empresa.

A Yahoo!, uma das mais bem-sucedidas empresas de Internet, tem um MVA equivalente a 600 vezes seu EVA, o que devido à sua quase nula criação de valor econômico poderia ser interpretada como uma exagerada fé do mercado. Em comparação, a Telmex, com um MVA de 30 vezes o seu valor EVA⁵, aparece como aposta claramente subvalorizada e segura na economia do futuro.

⁴ Idem.

⁵ Ibidem.

2.3 A PERPETUIDADE DO EMPREENDIMENTO

O foco dos sistemas hoje existentes tem sido o controle. Originados na função financeira, esses sistemas medem o “passado” para verificar o desempenho, tentando controlar comportamentos. As medidas contempladas pelo BSC estão direcionadas para a organização do futuro — “criam o futuro”, colocando a visão, a estratégia e a integração focadas num sistema de contínua monitoração, em substituição ao controle.

Para Malvessi (2000a), os novos instrumentos de criação de valor ao acionista disponíveis aos investidores, analistas, empresários e à comunidade proporcionam avaliar de maneira mais eficaz, com a rapidez que o mercado exige, o resultado das estratégias adotadas pelas empresas, diminuindo a fragilidade de análise e aumentando a qualidade de resposta. Em outras palavras, a empresa cria valor?

Ainda, a empresa consegue responder às seguintes questões básicas:

- Os ativos da Empresa são usados eficientemente?
- O capital aplicado no negócio remunera o custo de oportunidade do acionista quando comparado com outro investimento com o mesmo risco?
- Como reduzir as necessidades de capital de giro?
- É possível aumentar o Lucro sem recorrer a Capital Adicional?
- A alocação de recursos vem melhorando os resultados?
- A qualidade dos produtos e serviços, na visão dos clientes, agrega valor?
- É possível realocar recursos em busca de atividades mais rentáveis e eliminar aquelas que não adicionam valor?
- Que Ativos deveriam ser alienados ou desativados?
- Quando a empresa deve adotar os conceitos com foco na Criação de Valor?

Basicamente, o motivo mais expressivo que leva à necessidade de adotar conceitos de Criação de Valor é a perda ou erosão do valor econômico do negócio.

Outros motivos são a necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica, em face da mudança na liderança da Empresa, da nova realidade de mercado e/ou da influência de acionistas.

Percebe-se que hoje as organizações necessitam de fórmulas e métodos de trabalho que modifiquem velozmente sua configuração do negócio, dando-lhes agilidade, conhecimento rápido e tangível.

A utilização da análise de aplicação da metodologia de Criação de Valor pode orientar na solução desses problemas (**Figura 8**).

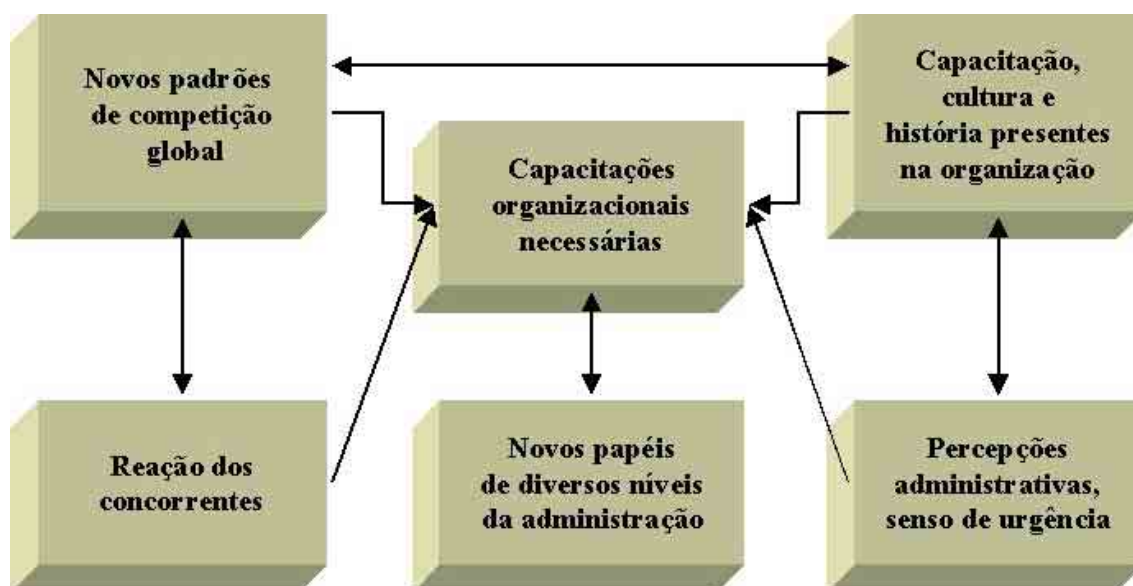


Figura 8: Análise estrutural do valor

Fonte: Adaptado de Hamel & Prahalad, 1994

Para Malvessi (2000a) o entendimento da metodologia de Criação de Valor Adicionado ao Acionista possibilita analisar com maior profundidade as alternativas de estrutura de capitais e dos recursos aplicados. A finalidade é aumentar as vantagens competitivas do negócio buscando diferenciação e/ou segmentação que proporcione melhoria operacional e amplie a Criação de Valor, através de:

- Tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criem Valor Adicionado para a Empresa e/ou Unidade de Negócio;
- Análise da estrutura dos recursos aplicados nos ativos com o desempenho e evolução da receita, custos e resultado operacional; e
- Análise também da estrutura de capital, do custo do capital próprio e de terceiros e da sua influência no resultado passado e futuro.

Destarte, observam-se inúmeros diferenciadores da metodologia de Criação de Valor que interferem decisivamente no processo do Planejamento Estratégico e que podem levar o empreendimento aos píncaros da glória ou à bancarrota:

- O responsável pela empresa terá conhecimento e domínio do resultado financeiro para responder a velhas perguntas: Onde está o meu dinheiro? Quanto é? Onde foi gasto?
- É um instrumento de gestão financeira capaz de aglutinar todos os indicadores tradicionais em torno do mesmo objetivo?
- É uma medida de “Lucro Econômico em termos de Valor Real”?
- Difere substancialmente do Lucro Contábil, porque este “não” considera o custo de oportunidade do Capital Próprio aplicado?;
- Identifica claramente se houve “Criação de Valor” a cada período na empresa e/ou nas unidades de negócios?;
- Promove a melhoria da “eficácia gerencial” e possibilita a remuneração variável e planos de incentivos baseados em desempenho?;
- Transforma a comunicação, reeducando os gestores para a melhoria e Criação de Valor?

Estas justificativas para a adoção de indicadores de desempenho — ou performance —, como o EVA e o MVA, no Planejamento Estratégico, objetiva a maximização do lucro dos detentores do capital. Este objetivo central, que beneficia os detentores do capital garante, igualmente, que recursos escassos são utilizados da forma mais eficiente possível.

O EVA é um indicador do verdadeiro lucro econômico e difere dos demais indicadores de desempenho por deduzir do resultado o valor do custo de oportunidade do investimento (por exemplo: o custo que o investidor tem ao perder a oportunidade de investir o mesmo valor num negócio alternativo porventura mais lucrativo), deixando assim visível o valor acrescentado após a remuneração dos capitais.

Uma vez que o EVA depende da eficiência das operações (vendas e custos gerados para a sua obtenção) e da gestão dos elementos patrimoniais (por exemplo: financiamento de clientes, imobilizado, ações, etc.), sem a eficiência das operações, os resultados operacionais serão baixos. E uma gestão ineficiente dos elementos patrimoniais redundará em custos de capital mais elevados do que o necessário.

Justificando-se que o EVA é um indicador de performance que estima a eficiência na gestão das operações e na gestão do capital, igualmente permite a criação de um sistema de incentivos diretamente ligado ao desempenho dos gestores na criação de valor.

A justificativa é simples. Contudo, o EVA não é um conceito simples e a sua implementação prática é um tanto complicada. Uma das principais críticas reside no fato de ser um número absoluto, o qual nos pode induzir erroneamente em relação ao que se passa no mercado.

2.3.1 O capital flui na direção do lucro

Independentemente do que se pense sobre o mérito das exigências das partes interessadas, umas em relação às outras, uma coisa certa: se os fornecedores de capital não receberem o retorno justo para compensar o risco que estão correndo, certamente buscarão novas fronteiras com seu capital para obterem melhores retornos. Se forem proibidos por lei de transferir seu capital, consumirão mais e investirão menos. Qualquer que seja o caminho adotado, os países que não oferecerem aos investidores retornos adequados para o capital investido estão fadados a ficar para trás na corrida pela competitividade global e sofrerão estagnação ou declínio no seu padrão de vida (**Figura 9**).



Figura 9: As core-competences e core-business para o valor

Fonte: Adaptado de Prahalad, 1994

Em Copeland, Koller e Murrin (1994), pode-se observar como o capital flui quando se analisa o mundo do ponto de vista do investidor. Se o ROIC for menor que zero, a empresa não conseguirá gerar caixa suficiente para permanecer em atividade e irá à falência ou precisará de apoio do governo. Se o ROIC for maior que 0, mas menor do que o custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*), a empresa poderá ser “lucrativa”, porém não irá proporcionar um retorno adequado aos fornecedores de capital. Do seu ponto de vista, a empresa estará destruindo valor. Se isto persistir, não será capaz de obter capital e não irá se sustentar a longo prazo.

A maioria das empresas, numa economia competitiva, enquadra-se numa terceira categoria. Em média, através dos ciclos econômicos, o retorno sobre o capital investido é igual ao custo do capital. Durante períodos suficientemente longos, pode-se esperar que metade das empresas ganhe mais e metade ganhe menos do que seu WACC. Este é

um equilíbrio sustentável, por que os fornecedores de capital conseguem obter, em média, um retorno justo.

Finalmente, algumas empresas, não muitas, apresentam uma taxa de retorno maior do que seu custo de capital durante um longo período. Geralmente, sua vantagem competitiva é, de alguma forma, controlada pela sociedade. Por exemplo, as patentes e marcas registradas são protegidas internacionalmente e os monopólios locais são regulamentados pelo governo. O desafio para os administradores é criar valor ganhando mais do que o custo de capital da empresa a longo prazo. Quando o capital não recebe a taxa de retorno exigida, o mercado diminui seu valor, até esse índice atingir níveis competitivos, e o valor terá sido destruído.

A dinâmica dos mercados coloca os clientes como ativo central para impulsionar a ação estratégica das empresas. Com efeito, o sucesso das empresas depende definitivamente do valor percebido por seus clientes. Além das questões relacionadas a preço e qualidade de produto, o cliente dará preferência a quem agregar maior valor à sua empresa. Como alguém já disse no passado, não é a gerência quem decide quantas pessoas estão na folha e quanto devem ganhar, mas sim o cliente, e um cliente satisfeito! Ao avaliar o ativo “Clientes” as empresas devem, também, considerar canais de distribuição e parcerias (Stern & Chew, 1998).

Se, por um lado, os clientes compram valor, por outro, são os funcionários e colaboradores quem os criam (Nonaka e Takeuchi, 1995). A satisfação do cliente está intimamente ligada à satisfação do funcionário de quem produz ou presta o serviço. O valor do capital humano está nas suas habilidades, competências, conhecimento, experiência e atitudes (Edvinsson & Malone, 1997). Cabe à empresa otimizar este ativo, recrutando, treinando, motivando e retendo os melhores.

Do outro lado da cadeia produtiva os fornecedores — de matérias-primas, produtos ou serviços —, inclusive parcerias. E os fornecedores dos fornecedores, etc. Entre os diversos ativos gerados por fornecedores estão: o conhecimento de suas capacidades; relacionamentos mantidos com eles, em diversas frentes, e a maneira como eles interagem com os outros ativos do portfólio da empresa, criando valor corporativo (Porter, 1994).

Talvez seja mais difícil categorizar os aspectos da Organização, sob a perspectiva de valor, como ativo da empresa. Algumas subcategorias, porém, merecem

menção: Liderança; Organização; Processos; Sistemas; Cultura e Valores; Marca e Direitos Autorais (Prusak, 1997).

CAPÍTULO 3

MATERIAIS E MÉTODOS DE PESQUISA

3.1 MÉTODO DE AGREGAÇÃO DE VALOR AO EMPREENDIMENTO

Valor é um conceito de continuidade. É quando um empreendimento ou negócio é capaz de gerar um retorno que compense o custo dos capitais. O o negócio pode apresentar lucro mas não ter continuidade. Se o negócio não pode proporcionar, por exemplo 18% de rentabilidade sobre os capitais investidos, não tem continuidade, mesmo apresentando lucro. O que realmente interessa é a continuidade.

Destarte, a inserção de conceitos de EVA/MVA na análise de desempenho das organizações é inovadora e eficiente, permitindo que se possa balizar o Planejamento Estratégico limitando o risco e assegurando eficiência financeira. O EVA — *Economic Value Added* (Valor Econômico Adicionado, ou Agregado) é uma medida de desempenho de empresas que é apurado da seguinte maneira:

$$\text{EVA} = \frac{(\text{Retorno sobre o Capital Investido} - \text{Custo do Capital Investido})}{\times \text{Capital Investido}} \quad (1.1)$$

O MVA — *Market Value Added* (Valor de Mercado Adicionado, ou Agregado) é a *diferença* entre o valor de mercado da empresa (valor das ações em bolsa) e o valor nominal do capital empregado (valor de livro do patrimônio), conforme a **Figura 10**.



Figura 10: Market Value Added

Fonte: Adaptado de Bastos, 1999

Assim:

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado da Empresa} - \text{Valor nominal do capital empregado} \quad (2.1)$$

ou:

$$\text{MVA} = \text{Valor das ações em bolsa} - \text{Valor de livro do Patrimônio} \quad (2.2)$$

O EVA é conceitualmente definido como o NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes* — Lucro Operacional após o Imposto de Renda) *deduzido* do respectivo WACC (*Weighted Average Cost of Capital* — Custo Médio Ponderado de Capital).

O WACC deve representar o efetivo custo do capital que foi operacionalmente utilizado para produzir o resultado econômico obtido.

Os componentes utilizados para obtenção do EVA são: o NOPAT e os Encargos do Capital.

Para Stern (1994:46), NOPAT é o lucro operacional derivado das operações da empresa *deduzido* o valor do imposto de renda, mas antes da dedução dos encargos do capital. Como o NOPAT não depende e também não é influenciado pela alavancagem financeira da empresa, apresenta uma visão clara do resultado das operações do negócio, bem como *disclosure* do desempenho operacional da empresa. Em outras palavras, é o lucro operacional obtido para suportar os retornos de caixa requerido pelos investidores e proprietários.

Portanto, o **lucro operacional** é o lucro do negócio, independente da forma como a empresa é financiada. Pertence aos acionistas e credores. Em casos de

bancarrota, necessariamente não foi o negócio ou empreendimento que deu prejuízo, foi a forma como foi financiado.

Os encargos de capital representam o produto do montante do capital aplicado na empresa pelo WACC, ou seja, o fluxo de caixa requerido pelos investidores e proprietários para compensar o risco do investimento dos recursos aplicados na empresa.

Portanto, a fórmula básica de cálculo do EVA é:

$$\mathbf{EVA} = \mathbf{NOPAT} - \mathbf{Valor Monetário do Custo de Capital} \quad \mathbf{(1.2)}$$

Onde:

$$\mathbf{Valor Monetário do Custo de Capital} = \mathbf{WACC} \times \mathbf{Capital Aplicado} \quad \mathbf{(3.1)}$$

E:

$$\mathbf{WACC} = \frac{\mathbf{(Passivo Oneroso} \times \mathbf{Taxa média do Custo de Capital Após I.R.)}}{\mathbf{+ (Patrimônio Líquido} \times \mathbf{Custo do Capital Próprio)}} \quad \mathbf{(3.3)}$$

Portanto, há a criação de valor quando o NOPAT for maior que o custo do capital aplicado no negócio. Da mesma maneira, há destruição de valor quando o NOPAT for insuficiente para cobrir o custo do capital requerido pelos investidores e acionistas.

O EVA é, portanto, uma medida de performance financeira que utiliza o conhecido conceito de Lucro Residual ou Lucro Econômico (*Residual Income*), assim como se baseia nos princípios modernos de Finanças Corporativas (**Figura 11**).



Figura 11: Economic Value Added

Fonte: Adaptado de Bastos, 1999

Segundo Malvessi (2000b):

As diferenças básicas no valor encontrado pelo EVA quando comparado com os conceitos tradicionais de análise empresarial como Lucro Líquido, Lucro por Ação, ROI e ROE, devem-se a fato de o EVA considerar o custo monetário de todo o capital aplicado, o risco do negócio, o valor do dinheiro no tempo, além dos ajustes nas demonstrações financeiras.

Para o mesmo autor, o foco e o entendimento da metodologia de criação de valor farão com que a administração da empresa concentre-se no incremento da riqueza aos acionistas e elimine as distorções resultantes da utilização de dados históricos dos registros contábeis. Isso proporciona aos gestores um novo enfoque sobre os negócios e permite a introdução de planos de remuneração variável baseada na evolução do desempenho. Assim, possibilita e fortalece a visão de participação naqueles resultados que criam valor fazendo com que os gestores se sintam e passem a agir como proprietários.

Por outro lado, o conceito do MVA representa uma medida cumulativa de performance em valores monetários da empresa, isto é, indica quanto o valor de mercado das ações da empresa tem adicionado valor aos acionistas quando comparado com o valor originalmente investido. Da mesma maneira, mas sob a óptica de mercado, o MVA reflete os resultados financeiros, demonstrando se a empresa criou (ou destruiu) riqueza. Demonstrará, portanto, o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o

momento, como também os resultados futuros dos EVA trazidos a valor presente (Figura 12).

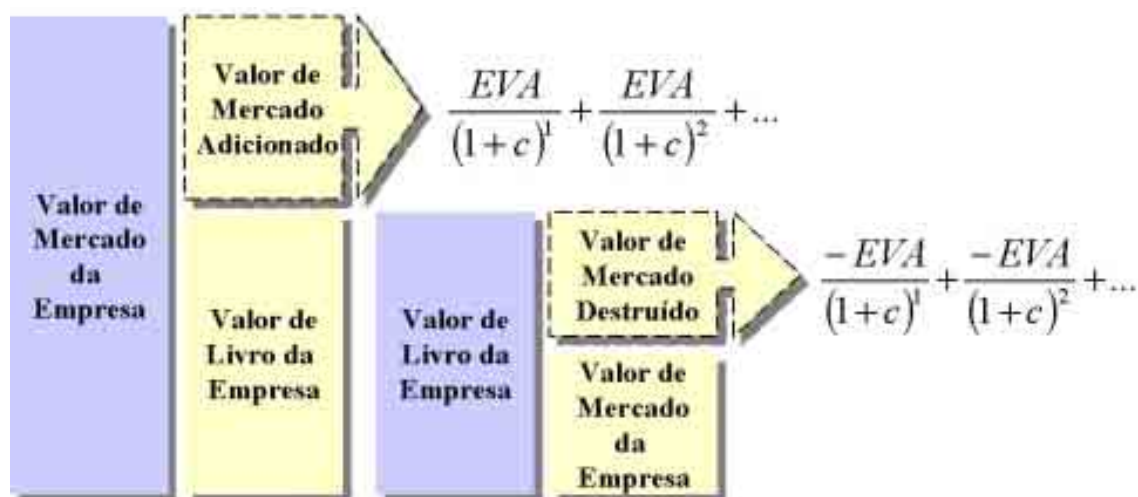


Figura 12: O MVA depende diretamente do fluxo de EVA futuros

Fonte: Mäkeläinen, 1998

Maximizar o valor do MVA deverá ser o objetivo principal de qualquer empresa que está empenhada na criação de valor e que pretenda adicionar valor sustentado aos seus acionistas.

Em conjunto, o MVA e o EVA, ajudarão a priorizar e estabelecer metas internas e externas, de curto e de longo prazo, direcionando a administração da empresa para decisões estratégicas com foco na Criação de Valor ao Acionista.

A definição básica do MVA é :

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado da Empresa} - \text{Valor investido pelo Acionista} \quad (2.3)$$

Ou:

$$\text{MVA} = \text{Valor presente dos futuros EVA} \quad (2.4)$$

Os benefícios proporcionados pela utilização da metodologia com foco na criação de valor, dão-se, em especial, quando há:

- Erosão ou perda do valor econômico do negócio e/ou da empresa;
- Mudanças na liderança da empresa e/ou da influência dos acionistas;

- Necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica; e
- Adaptação às novas realidades do mercado.

Para ilustrar, suponha que a fictícia **Cia. Sucro-Alcooleira A S.A.** é hoje vendida no mercado por R\$ 40 milhões, enquanto os acionistas investiram nela apenas R\$ 12 milhões desde a sua fundação.

Nestas condições o MVA é R\$ 40 milhões *menos* os R\$ 12 milhões, exatamente R\$ 28 milhões, os quais representam a diferença entre o dinheiro que os investidores colocaram na empresa — incluindo resultados retidos — e o valor do dinheiro que se obtém pela venda da empresa.

Por outro lado, a **Cia. Sucro-Alcooleira B S.A.** vale no mercado R\$ 120 milhões e fatura 3 vezes mais do que a **Cia. Sucro-Alcooleira A S.A.** Aparentemente esta empresa é melhor do que anterior, mas só aparentemente. Ao atentar para o fato de que os investidores colocaram na mesma um capital de R\$ 160 milhões, a **Cia. Sucro-Alcooleira B S.A.** tem um MVA negativo de R\$ 40 milhões.

Enquanto a **Cia. Sucro-Alcooleira A S.A.** transformou cada R\$ 1,00 investido em R\$ 3,33, a **Cia. Sucro-Alcooleira B S.A.** transformou cada R\$ 1,00 investido em R\$ 0,75, ou seja, não trouxe valor acrescentado nem à empresa nem aos investidores.

Por quê a discrepância pelo MVA com o EVA? Pois bem, o resultado do MVA de uma empresa depende diretamente daquilo que se faz em termos de EVA: O MVA mede o efeito das ações dos gestores para melhorar as prestações do capital investido desde o início da empresa. O EVA foca a sua atenção na medição da eficiência da gestão num dado ano. Grosso modo, o MVA é o “somatório” dos sucessivos resultados do EVA:

$$\text{EVA} = \text{Resultado Operacional} - \text{Custo Capital (necessário à atividade)} \quad (1.3)$$

Sendo:

$$\text{Resultado Operacional} = \text{Vendas} - \text{Custos Totais das Vendas} - \text{Impostos} \quad (4)$$

$$\text{Custo do Capital} = \text{Total do Capital Cedido} \times \text{Custo Médio Ponderado do Capital} \quad (3.2)$$

Exemplo: Uma destilaria obteve em 2000 vendas de R\$ 5 milhões com custos na ordem dos R\$ 4 milhões e um total de impostos de R\$ 396 mil.

Admita que o custo de oportunidade para o capital cedido corresponde a uma taxa média ponderada de 10% e que o capital necessário foi de R\$ 2,5 milhões. Então tem-se:

$$\begin{aligned} \text{Resultado Operacional} & \qquad \qquad \qquad (4.a) \\ = \text{R\$ 5 milhões} - \text{R\$ 4 milhões} - \text{R\$ 0,396 milhão} & = \text{R\$ 0,604 milhão} \end{aligned}$$

$$\text{Custo do Capital} = \text{R\$ 2,5 milhões} \times 10\% = \text{R\$ 0,250 milhão} \qquad (3.2.a)$$

$$\text{EVA (2000)} = \text{R\$ 0,604 milhão} - \text{R\$ 0,250 milhão} = \text{R\$ 0,354 milhão} \qquad (1.3.a)$$

Qual é o significado do EVA, dos R\$ 0,354 milhão? O EVA é um estimador do verdadeiro lucro econômico e difere dos restantes estimadores por deduzir do resultado o valor do custo de oportunidade do investimento (i.e.: o custo que o investidor tem ao perder a oportunidade de investir o mesmo valor num negócio alternativo, porventura mais lucrativo), deixando assim visível o valor acrescentado após a remuneração dos capitais.

O R\$ 0,354 milhão significa esse valor real.

O EVA depende quer da eficiência das operações (vendas e custos gerados para a sua obtenção) quer da gestão dos elementos patrimoniais (i.e. financiamento de clientes, imobilizado, estoques, etc.). Sem eficiência das operações, os resultados operacionais serão baixos, e uma gestão ineficiente dos elementos patrimoniais redundará num aumento dos capitais cativos, o que resulta em custos de capital mais elevados do que o necessário.

3.1.1 O Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O Patrimônio Líquido pede uma associação com o Lucro Líquido. É o chamado Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (7)$$

Na maioria dos textos que abordam esta relação, o Patrimônio Líquido (PL) considerado é o do Balanço Patrimonial, ou seja, é o PL contábil. O PL contábil é ajustado, em algumas oportunidades, às reavaliações feitas no Ativo Permanente, principalmente quando o valor de mercado de um ativo está acima do seu valor contábil (Copeland, Koller e Murrin, 1994). Logo, seria o PL contábil a melhor base de cálculo para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)? Não. O mais correto é calcular o RPL com base no valor de mercado do PL. Percebe-se isto claramente quando se analisa uma empresa com ações negociadas em Bolsa. Observe o exemplo de uma destilaria qualquer:

Lucro Líquido projetado para 2000	R\$ 1 milhão
Uma ação está cotada em Bolsa em 31/12/1999 a	R\$ 100 mil
O PL contábil desta empresa é	R\$ 8 milhões
O capital desta empresa é representado por	100 ações
O valor patrimonial contábil é de (PL contábil dividido pelo número de ações)	R\$ 80 mil
O retorno mínimo esperado pelos acionistas para este investimento é de	10% ao ano

Se tivesse 1 (uma) ação desta empresa em 31/12/1999 valendo R\$ 100 mil (podendo vendê-la a este valor se quiser), desejaria um retorno de 10% a.a. sobre os R\$ 100 mil ou sobre o valor patrimonial contábil de R\$ 80 mil? Claro que você desejaria um retorno de 10% sobre o valor de mercado de R\$ 100 mil. Ou seja, ao calcular o custo de capital próprio a diretoria desta empresa deverá considerar o valor de mercado

do PL e não seu valor contábil. O PL contábil da empresa do exemplo é de R\$ 8 milhões. O PL pelo valor de mercado é de R\$ 10 milhões (100 ações ao valor de mercado de R\$ 100 mil cada). Portanto, a maneira mais adequada de calcular o Retorno sobre o PL é:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\text{R\$ 1 milhão}}{\text{R\$ 10 milhões}} = \mathbf{0,10 (10\%)} \quad (5.a)$$

Observe que o PL considerado é o de mercado. Observe que o custo de capital próprio é o retorno mínimo esperado pelos investidores, ou seja, 10% a.a.. Portanto, o lucro líquido mínimo esperado pelos acionistas é de R\$ 1 milhão, 10% do PL de mercado de R\$ 10 milhões (100 ações ao preço de mercado de R\$ 100 mil). Em suma, o ROE de 10% a.a. é igual ao custo de capital próprio de 10% a.a.. Significa dizer que o lucro líquido estimado para o ano 2000, de R\$ 1 milhão, é igual ao lucro líquido mínimo esperado pelos acionistas.

3.1.2 Selecionando uma opção de investimento (EVA e MVA)

Considerar o PL pelo valor de mercado auxilia na identificação de oportunidades de investimento em Bolsa (Damodaran, 2000).

MVA significa *Market Value Added*. Ou seja, é o Valor de Mercado Adicionado, Valor de Mercado Criado ou Valor de Mercado Agregado. Adicionado, criado ou agregado em relação a quê? Ao capital investido (Copeland, Koller e Murrin, 1994). Fica-se mais rico quanto se tem um ativo que vale mais que o capital investido. O MVA é um valor pontual, tem dia, mês e ano. Para determinação do MVA, o valor de mercado e o capital investido têm que estar calculados em uma mesma data.

Exemplo:

Em 31/12/1999 o valor de mercado de uma destilaria de álcool é de R\$ 1,5 milhão. O valor contábil do PL nesta mesma data é de R\$ 1 milhão. Portanto, o MVA é de R\$ 0,5 milhão. A leitura é de que em 31/12/1999 o acionista está mais rico em R\$ 0,5 milhão. Tem ações de uma empresa que valem R\$ 1,5 milhão e seu capital investido

no negócio é de R\$ 1 milhão. Porém, qual o fundamento para a criação de valor para o acionista? Perguntando com outras palavras, como fazer para ter MVA positivo? A empresa precisa operar sistematicamente com EVA's positivos também.

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{CK}) \times \text{Capital Investido} \quad (1.4)$$

Onde:

- ROI = Retorno sobre os investimentos líquidos
- CK = Percentual do custo de capital

Observe como exemplo o balanço patrimonial em 31/12/1999.

Ativo		Passivo	
Investimento Líquido	R\$ 10 milhões	Capital de Terceiros	R\$ 5 milhões
		Capital Próprio	R\$ 5 milhões
Total	R\$ 10 milhões	Total	R\$ 10 milhões

- **Investimentos líquidos** de R\$ 10 milhões representados por capital circulante líquido e capital fixo.
- **Capital de terceiros (K_i, *interest*)** de R\$ 5 milhões, representados por financiamentos associados às decisões de investimento (recursos do BNDES, FINEP, Debêntures, etc.). É o custo de captação explícito, calculado através do fluxo de caixa.
- **Capital próprio (K_e, *equity*)** representado pelo dinheiro integralizado pelos acionistas *mais* lucros retidos. É o Custo de oportunidade do capital próprio, dependente do risco.
- O termo capital aplica-se ao *somatório* do capital de terceiros *mais* o capital próprio. Portanto, em 31/12/1999 o capital investido no negócio é de R\$ 10 milhões. O custo de capital de terceiros (CK_i) é de 8% a.a.. Para facilitar os cálculos, este número já está ajustado à economia fiscal do imposto de renda incidente sobre os juros.

- O Custo de capital de terceiros (CKi), juros ou despesas financeiras são a mesma coisa. Neste exemplo, o CKi é de R\$ 0,4 milhão ($0,08 \times R\$ 5$ milhões).
- O custo de capital próprio (CKe) é de 12% a.a.. Como o capital próprio e o capital de terceiros tem participações iguais no financiamento dos investimentos líquidos, o custo de capital (CK) é de 10% a.a., ou R\$ 1 milhão ($0,10 \times R\$ 10$ milhões). O CKe representa o retorno mínimo que os acionistas esperam, ou R\$ 0,6 milhão ($0,12 \times R\$ 5$ milhões). O R\$ 1 milhão de CK evidentemente coincidem com o somatório do CKi de R\$ 0,4 milhão *mais* o CKe de R\$ 0,6 milhão. O CK de 10% servirá para balizar o retorno sobre os investimentos líquidos. Podem ser estimados os seguintes resultados para o ano 2000:

Lucro Operacional Líquido (LOP)	R\$ 1,5 milhão
(-) CKi (Custo de Capital de Terceiros)	(R\$ 0,4 milhão)
(=) Lucro Líquido	R\$ 1,1 milhão
(-) CKe (Custo de Capital Próprio)	(R\$ 0,6 milhão)
(=) EVA	R\$ 0,5 milhão

$$\mathbf{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimentos Líquidos}} \quad \mathbf{(6)}$$

$$\mathbf{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimentos Líquidos}} = \frac{R\$ 1,5 \text{ milhão}}{R\$ 10 \text{ milhões}} = \mathbf{0,15 (15\%)} \quad \mathbf{(6.a)}$$

Relembrando...

$$\mathbf{EVA = (ROI - CK) \times \text{Capital Investido}} \quad \mathbf{(1.4.a)}$$

$$\mathbf{EVA = (0,15 - 0,10) \times R\$ 10 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{EVA = 0,05 \times R\$ 10 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{EVA = R\$ 0,5 \text{ milhão}}$$

O EVA de R\$ 0,5 milhão mostra que o capital investido de R\$ 10 milhões, que custou 10% a.a., foi remunerado a 15% a.a., gerando um excedente de retorno de 5%.

Feito isso, pode-se depreender o MVA. Em primeiro lugar pode-se calculá-lo e assumir que o lucro líquido permanecerá constante e perpétuo. Para calcular o valor de mercado pode-se aplicar a fórmula do valor presente de uma perpetuidade:

$$\mathbf{Market Value = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Custo do Capital Próprio}}} \quad \mathbf{(7.1)}$$

$$\mathbf{Market Value = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Custo do Capital Próprio}} = \frac{R\$ 1,1 \text{ milhão}}{0,12} = R\$ 9,167 \text{ milhões}} \quad \mathbf{(7.1.a)}$$

Daí:

$$\mathbf{MVA = Market Value - \text{Capital Próprio}} \quad \mathbf{(2.3.a)}$$

$$\mathbf{MVA = R\$ 9,167 \text{ milhões} - R\$ 5 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{MVA = R\$ 4,167 \text{ milhões}}$$

O MVA é o valor presente do fluxo de EVA's. Portanto:

$$\mathbf{MVA = \frac{EVA}{C_{ke}} = \frac{R\$ 0,5 \text{ milhão}}{0,12} = R\$ 4,167 \text{ milhões}} \quad \mathbf{(2.4.a)}$$

Permanecendo com o exemplo anterior, o PL de R\$ 5 milhões é representado por 1.000 ações, portanto, o valor patrimonial contábil é de R\$ 5 mil ($\frac{R\$ 5.000.000}{1.000}$).

Supõe-se que esta ação esteja cotada na Bolsa a R\$ 5,5 mil, o que é equivalente a 10%

acima do valor patrimonial contábil. Conseqüentemente, o PL pelo valor de mercado das ações é de R\$ 5,5 milhões ($1.000 \times \text{R\$ } 5,5 \text{ mil}$). Qual seria o EVA e o MVA considerando o balanço patrimonial pelo seu valor de mercado? Tome-se como exemplo o balanço patrimonial em 31/12/1999.

Ativo		Passivo	
Investimentos Líquidos	R\$ 10,5 milhões	Capital de Terceiros	R\$ 5 milhões
		Capital Próprio	R\$ 5,5 milhões
Total	R\$ 10,5 milhões	Total	R\$ 10,5 milhões

O custo de capital próprio é de R\$ 0,66 milhão (12% de R\$ 5,5 milhões). O CK é de 10,0952% a.a., ou R\$ 1,06 milhão ($0,100952 \times \text{R\$ } 10,5 \text{ milhões}$). O R\$ 1,06 milhão, evidentemente, coincide com o somatório do CKi de R\$ 0,4 milhão *mais* o CKe de R\$ 0,66 milhão. O CK de 10,0952% a.a. servirá para balizar o retorno sobre os investimentos líquidos. Pode-se estimar os seguintes resultados para o ano 2000.

Lucro Operacional Líquido	R\$ 1,5 milhão
(-) CKi (Custo de Capital de Terceiros)	(R\$ 0,4 milhão)
(=) Lucro Líquido	R\$ 1,1 milhão
(-) CKe (Custo de Capital Próprio)	(R\$ 0,66 milhão)
(=) EVA	R\$ 0,44 milhão

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimentos Líquidos}} = \frac{\text{R\$ } 1,5 \text{ milhão}}{\text{R\$ } 10,5 \text{ milhões}} = \mathbf{0,142857} \quad \mathbf{(6.b)}$$

(14,29%)

Relembrando...

$$\mathbf{EVA = (ROI - \%CK) \times \text{Capital Investido} \quad (1.4.b)}$$

$$\mathbf{EVA = (0,142857 - 0,100952) \times \text{R\$ } 10,5 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{EVA = 0,041905 \times \text{R\$ } 10,5 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{EVA = \text{R\$ } 0,44 \text{ milhão}}$$

O EVA de R\$ 0,44 milhão mostra que o capital investido de R\$ 10,5 milhões, que custou 10,0952% a.a., foi remunerado a 14,2857% a.a., gerando um excedente de retorno de 4,1905%. Observe agora o MVA. Pode-se calculá-lo e assumir que o lucro líquido permanecerá constante⁶ e perpétuo. Para calcular o valor de aplica-se a fórmula do valor presente de uma perpetuidade:

$$\mathbf{Market Value = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Custo do Capital Próprio}} = \frac{\text{R\$ } 1,1 \text{ milhão}}{0,12} = \text{R\$ } 9,167 \text{ milhões} \quad (7.1.b)}$$

$$\mathbf{MVA = Market Value - \text{Capital Próprio} \quad (2.3.b)}$$

$$\mathbf{MVA = \text{R\$ } 9,167 \text{ milhões} - \text{R\$ } 5,5 \text{ milhões}}$$

$$\mathbf{MVA = \text{R\$ } 3,667 \text{ milhões}}$$

O MVA é o valor presente do fluxo de EVA's. Portanto:

$$\mathbf{MVA = \frac{\text{EVA}}{\text{CKe}} = \frac{\text{R\$ } 0,44 \text{ milhão}}{0,12} = \text{R\$ } 3,667 \text{ milhões} \quad (2.4.b)}$$

⁶ Essa foi uma forma encontrada pelo autor para racionalizar o exercício, de forma a torná-lo mais assimilável e permitir a compreensão da criação de valor ao acionista. Obviamente, num ambiente altamente competitivo, é imperioso que a empresa tenha em mãos essa informação capital. Na pesquisa das empresas de *agribusiness* utilizou-se as fórmulas da engenharia de balanços para depreender o real valor de mercado das empresas.

3.1.3 Observações sobre a agregação de valor

Apesar do PL pelo valor de mercado ser superior ao PL pelo valor contábil, mesmo assim há estimativa de um EVA/MVA positivos. Significa que em 31/12/1999 o valor justo para cada ação é de R\$ 9,167 mil $\left(\frac{\text{R\$ } 9.167.000}{1.000}\right)$. O valor de R\$ 9,167 milhões é o valor de mercado (*market value*). Como a ação está cotada R\$ 5,5 mil em Bolsa, há a possibilidade de um ganho de capital de R\$ 3,667 mil $\left(\frac{\text{R\$ } 3.667.000}{1.000}\right)$. Considerando o PL pelo valor de mercado pode-se identificar boas opções de compra e venda de ações.

À primeira vista o MVA parece uma medida simples. É a diferença entre o valor de mercado do patrimônio ou a capitalização em bolsa de uma empresa e seu valor em livros contábeis. Assim, a partir desta visão simplificada, para as empresas latino-americanas — típicas produtoras de matérias-primas, o aquecimento da economia poderia proporcionar um alto MVA. Mas, não é tão simples.

Os mercados desenvolveram uma forma de detectar setores ou indústrias em vias de se tornarem obsoletos. Quando percebem isso, sepultam rapidamente suas ações e relegam o setor a uma condição secundária, com MVA potencial e tudo. Ao mesmo tempo, premiam exageradamente o que percebem como as indústrias do futuro, como aquelas dedicadas ao comércio eletrônico ou à Internet, elevando ações e seu MVA. Neste sentido, o MVA também serve como indicador do que o mercado sente a respeito do futuro da empresa e da indústria em questão.

3.2 BASE CONCEITUAL PARA APURAÇÃO DOS PARÂMETROS

O cálculo do EVA consiste em apurar o NOPAT da empresa, ou seja, o Lucro Operacional Líquido de Imposto de Renda, e subtrair desse valor o custo de capital empregado pela empresa. Normalmente, as empresas trabalham com capital próprio e de terceiros. Dessa forma, o custo de capital da empresa, em termos percentuais, corresponde a uma média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros.

É interessante salientar que o custo de capital de terceiros utilizado para fins de apuração do EVA é líquido de imposto de renda, ou seja, leva em conta o fato de que os juros, que remuneram o capital de terceiros, é dedutível para fins de cálculo de imposto de renda sobre o lucro das empresas.

Talvez a grande diferença entre o lucro contábil, tradicionalmente apurado pelas empresas, e o EVA, está na consideração do custo de capital próprio, que corresponde, na verdade, ao custo de oportunidade envolvido no capital investido pelos acionistas na empresa. Enquanto que os juros são mais palpáveis, na medida em que são efetivamente pagos e lançados como despesa na contabilidade das empresas, a remuneração do capital próprio, que está associado às ações da empresa, é um tipo de custo menos visível, de caráter mais abstrato, embora talvez mais significativo do que o custo de capital de terceiros.

Teoricamente e *a priori*, o custo de capital próprio deveria ser mais elevado do que o custo de capital de terceiros, na medida em que os acionistas de uma empresa normalmente correm mais risco sobre o seu capital do que os credores da mesma empresa. Esta é, com certeza, uma boa lição para aqueles que tendem a achar que o capital empregado pelos donos de uma empresa não tem custo algum.

A lógica econômica do EVA é que se trata de um resultado superior (ou inferior) àquilo que minimamente os acionistas da empresa requerem em termos de retorno. Ou seja, EVA's positivos envolvem a idéia de um resultado residual que ultrapassa o custo de capital em termos monetários da empresa, denotando assim uma boa administração dos recursos da empresa. EVA's negativos, por outro lado, refletem uma má gestão dos ativos operacionais da empresa, numa visão de curto e de longo prazo.

Fundamentalmente, as empresas que desejam ser bem sucedidas no desafio de gerar EVA's positivos e crescentes ao longo da sua vida, devem operar corretamente os

seus negócios, explorando devidamente produtos lucrativos, reduzindo custos, agregando valor para os clientes, vendendo ativos ociosos ou improdutivos e agregando novos ativos, tangíveis e intangíveis que tornem a empresa geradora de lucros numa perspectiva de longo prazo.

De acordo com os fundamentos do EVA, pode-se definir MVA ou Valor de Mercado Adicionado como sendo o valor presente dos EVA's futuros esperados da empresa, ou então como sendo o *resultado* de valor de mercado da empresa *menos* o capital total investido. Portanto, enquanto a geração de EVA corrente denota uma boa administração, a perspectiva de EVA's crescentes torna a empresa mais valiosa do ponto de vista dos seus investidores.

É muito comum observar que empresas que adotam o EVA como principal indicador de desempenho econômico também utilizam essa medida como instrumento de remuneração variável dos seus administradores e funcionários. Ou seja, as pessoas seriam premiadas em função da contribuição que fazem para tornar a empresa mais valiosa perante o mercado.

Vale notar que a adoção do EVA, mais do que representar uma nova forma de medir o desempenho de uma empresa, corresponde a uma nova filosofia de gestão, em que se busca inculcar, principalmente nos que tomam decisões importantes da empresa, a cultura de geração de EVA.

Por fim, a definição mais concisa de agregação, adição ou acréscimo de valor e/ou riqueza é quanto a empresa vale mais do que se gastaria para construí-la.

3.3 COMO PROCEDER A ANÁLISE

Para Kassai et al. (2000:192) as teorias de finanças, por intermédio de indicadores tais como Valor Presente Líquido (VPL), índice de lucratividade (IL), taxa de rentabilidade (TR), *payback* descontado, etc., também representam o valor econômico adicionado. O VPL, por exemplo, é o valor absoluto (em dinheiro) que sobra após o desconto dos valores por uma determinada taxa de desconto, a taxa mínima de atratividade (TMA); ou seja, é o valor adicionado.

No Brasil, com a lei nº 9.249/95, a contabilidade financeira passou a reconhecer a figura dos juros sobre o capital próprio. As empresas têm, desde então, a possibilidade de deduzir do lucro uma despesa relativa à remuneração do capital dos acionistas, calculada a partir da taxa de juros de longo prazo (TJLP) sobre o montante do Patrimônio Líquido. Trata-se, portanto, de uma iniciativa louvável⁷ de transformar o lucro contábil em uma medida de valor econômico adicionado.

Se o VPL de um projeto é negativo, significa que o mesmo não agrega valor econômico. Da mesma forma, se o resultado contábil, apurado após a dedução da despesa de juros sobre o capital próprio, for um prejuízo, a empresa está destruindo valor econômico.

O Valor Econômico Adicionado, ou EVA é, pois, o valor que a empresa agrega após remunerar todos os recursos investidos quer sejam financiados pelo custo de capital de terceiros (K_i) ou pelo custo de capital próprio (K_e).

Tomando-se o exemplo da Cia. Sucro-alcooleira (**Tabela 1**) pode-se demonstrar o cálculo do EVA de duas maneiras: por intermédio dos cálculos tradicionais de finanças e por meio de ajustes nos relatórios contábeis.

A Cia. Sucro-Alcooleira apresentou, em dado momento, as seguintes demonstrações contábeis:

Investimentos Financiamentos Demonstração de Resultado do Exercício

⁷ Essa iniciativa é louvável, apesar do questionamento quanto a forma com que esse juro é calculado e relacionado a restrições, como por exemplo: pagamento facultativo; tratamento contábil inconsistente; uso da taxa de juros de longo prazo (TJLP); não consideração do nível específico de risco da empresa ou do setor que ela pertence, etc. (Kassai et al., 2000).

Ativo R\$ 100.000	Passivo R\$ 60.000	Receitas	R\$ 150.000
		(-) Custos	R\$ 80.000
		(=) Lucro Bruto	R\$ 70.000
		(-) Despesas	R\$ 30.000
	PL R\$ 40.000	(=) Lucro Operacional	R\$ 40.000
		(-) Despesas Financeiras (20%)	R\$ 12.000
		(=) Lucro antes do IR	R\$ 28.000
		(-) Imposto de Renda (25%)	R\$ 7.000
	(=) Lucro Líquido	R\$ 21.000	

Tabela 1: Balanço e Demonstração de Resultados da Cia. Sucro-Alcooleira

Fonte: Kassai et al., 2000

De acordo com os conceitos estudados anteriormente, a Cia. Sucro-Alcooleira apresenta os seguintes indicadores de retorno de investimento:

$$\text{ROA} = \frac{\text{LOP} - \text{IR}}{\text{Investimentos}} = \frac{\text{R\$ } 40.000 \times (1 - 25\%)}{\text{R\$ } 100.000} = 30\% \quad (11)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} = \frac{\text{R\$ } 21.000}{\text{R\$ } 40.000} = 52,5\% \quad (5.b)$$

$$\text{GAF} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}} = \frac{52,5\%}{30\%} = 1,75 \text{ vezes} \quad (8)$$

O custo do capital de terceiros (K_i) foi informado ser de 20%. Entretanto, como gera uma despesa dedutível do imposto de renda, há uma economia de 25% sobre o mesmo, resultando em um custo líquido de 15%, demonstrado a seguir:

$$K_i = \text{Taxa Bruta} \times (1 - \text{IR}) = 20\% \times (1 - 25\%) = 15\% \quad (9.1)$$

Ou ainda de outra forma:

$$K_i = \frac{\text{Despesa Financeira} - \text{Benefício IR}}{\text{Capital de Terceiros}} = \frac{\text{R\$ } 1.200 - (\text{R\$ } 12.000 \times 25\%)}{\text{R\$ } 60.000} = 15\% \quad (9.2)$$

3.3.1 Cálculo do EVA de acordo com as Teorias de Finanças

Para o cálculo do EVA é necessário identificar qual o retorno desejado pelo acionista, ou o Custo do capital Próprio (K_e). Existem diversos métodos⁸ de se obter esse custo levando-se em consideração inclusive a taxa de risco envolvida na empresa ou no projeto, mas o mais indicado é perguntar ao próprio acionista quanto ele deseja.

Hipoteticamente, no caso da Cia. Sucro-Alcooleira, seus acionistas, Srs. Omeggio e Biatto, depois de muitas discussões e cálculos, chegaram a um consenso: dado o nível de risco da empresa e também considerando o risco país, desejam um retorno mínimo de 18% (K_e).

Então, como o custo do capital de terceiros (K_i) é igual a 15% e o custo do capital próprio (K_e) é de 18%, faz-se necessário calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), a saber:

$$\text{WACC} = (\% \text{ Capital de Terceiros} \times K_i) + (\% \text{ Capital Próprio} \times K_e) \quad (3.3.a)$$

$$\text{WACC} = (0,6 \times 15\%) + (0,4 \times 18\%) = 9\% + 7,2\% = 16,2\%$$

⁸ Por exemplo: método Capital Assets Pricing Model (CAPM), que avalia o nível de risco pelo cálculo do índice “beta”.

Com essa informação é possível calcular o EVA da seguinte forma:

Investimentos operacionais ⁹	R\$ 100.000
ROI da empresa (no caso é igual ao ROA)	30%
Retorno gerado pela Empresa (Investimentos × ROI)	R\$ 30.000
(-) WACC de 16,2% sobre os R\$ 100.000	R\$ 16.200
(=) EVA	R\$ 13.800

O cálculo financeiro do EVA também pode ser efetuado multiplicando-se o valor dos investimento pelo SPREAD, determinado pela diferença entre as taxas ROI e WACC.

$$\text{EVA} = \text{Investimentos} \times \text{Spread} \quad (1.5)$$

Ou:

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

$$\text{EVA} = \text{Investimentos} \times (\text{ROI} - \text{WACC}) \quad (1.5.a)$$

$$\text{EVA} = \text{R\$ } 100.000 \times (30\% - 16,2\%) = \text{R\$ } 100.000 \times (13,8\%)$$

$$\text{EVA} = \text{R\$ } 13.800$$

A empresa agrega valor quando o ROI é maior do que o WACC e, ao contrário, estará destruindo valor econômico quando seu custo de capital for maior do que a taxa de retorno de seus investimentos.

Portanto, a Cia. Sucro-Alcooleira agregou valor econômico no valor de R\$ 13.800. Observe que o lucro contábil foi de R\$ 21.000 e diferente, também, do provável saldo de dinheiro em caixa.

⁹ No caso igual ao total do ativo. Em outra situação, o montante dos investimentos é apurado a partir do ativo, excluindo-se os valores não operacionais e os passivos não onerosos.

3.3.2 Cálculo do EVA de acordo com os Relatórios Contábeis

Partindo-se do conceito de que EVA é o lucro líquido gerado após remunerar inclusive o capital próprio, pode-se simplificar o cálculo da seguinte forma:

Patrimônio Líquido da empresa (PL)	R\$ 40.000
Custo do Capital Próprio (Ke)	18%
Lucro Líquido Contábil	R\$ 21.000
(-) Custo do Capital Próprio (PL × Ke)	R\$ 7.200
(=) EVA	R\$ 13.800

Essa forma de cálculo do EVA é possível pois, como é sabido, a contabilidade elaborada de acordo com os seus princípios fundamentais, registra todos os custos relativos aos capitais de terceiros. Portanto, só falta deduzir os custos relativos ao capital próprio¹⁰.

Tem-se observado que diversas publicações divulgam o EVA das principais empresas, em especial as brasileiras. Entretanto, não é informada a taxa de remuneração do capital próprio (Ke) utilizada, o que é prejudicial para uma boa análise de retorno de investimento.

A análise das empresas norte-americanas, por exemplo, contempla a figura do EVA. Em relação às empresas brasileiras discute-se a possibilidade de se calcular e divulgar os respectivos EVA e, por simplificação, com a adoção de uma única taxa Ke. Entretanto, essa informação seria insuficiente para uma boa análise de retorno de investimentos, pois a taxa desejada pelos acionistas envolve diversas variáveis, entre outras, a taxa de risco

Uma taxa de retorno de 18% para uma empresa não é comparável com a de outra empresa, se esta possui um nível de risco diferente. Empresas cujos setores são de alto risco necessitam de taxas de retorno mais elevadas, e vice-versa.

A taxa de risco de uma empresa pode ser entendida como a interação de diversas variáveis como, por exemplo, o risco operacional e o risco financeiro, o risco

econômico e o risco político, o risco do setor e o risco do país. Uma sugestão para os administradores financeiros, ávidos em elaborar análise de risco das empresas brasileiras é partir dos trabalhos já realizados, por exemplo, nos EUA e fazer algumas adaptações

Partindo-se das taxas setoriais de riscos dos EUA poder-se-ia excluir o chamado risco do país (essa taxa normalmente é baseada na taxa de juros de longo prazo adotada pelo respectivo governo). Em seguida, adicionar a taxa de risco Brasil e “supor” que a outra parcela, a taxa de risco operacional, seria a mesma nos dois países. Com isso, ter-se-ia uma idéia inicial do risco dos diversos setores, quais os mais ou menos arriscados¹¹.

O conceito de EVA tem sido utilizado como ferramenta de gestão baseada no valor onde o foco não se restringe apenas à empresa como um todo, mas direcionado a todas as partes. A análise do que agrega ou não valor passa a dar suporte ao processo decisório.

3.3.3 *Market Value Added (MVA)*

Críticas têm sido feitas no sentido de que o EVA é uma medida dirigida ao passado, pois é calculado sobre as informações contábeis oriundas de transações já ocorridas. Assim a Stern & Stewart Co. registrou uma outra marca denominada *Market Value Added (MVA)*, ou Valor de Mercado Adicionado, que avalia o valor econômico da empresa como um todo e em relação ao potencial de resultados futuros.

O MVA é interpretado como a diferença entre o valor da empresa menos o valor de seus investimentos, a preços de mercado. É aquela parcela adicional, aquele “algo mais”, normalmente de difícil mensuração, e também conhecido como “*goodwill*”. Pode ser calculado da seguinte forma:

¹⁰ Nos casos em que a empresa contabiliza os juros sobre o capital próprio é necessário fazer os devidos ajustes.

¹¹ Modelos estatísticos avançados, por exemplo o CAPM, APT, Risk, etc. São utilizados para analisar e comparar os diferentes níveis de riscos entre empresas, carteiras de ações, carteiras de produtos, de clientes, etc.

Valor da Empresa	###
(—) Valor de mercado de seus investimentos	###
(=) MVA	###

No exemplo da Cia. Sucro-Alcooleira, apresentado anteriormente, pode-se depreender o MVA. Observe, na **Tabela 2**, os dados apresentados da empresa e mais algumas informações adicionais:

Tabela 2: Informações adicionais ao Balanço da Cia. Sucro-Alcooleira

Ativo	R\$ 100.000
Passivo	R\$ 60.000
Patrimônio Líquido	R\$ 40.000
Total dos Investimentos a preço de mercado	R\$ 110.000
Lucro Líquido anual projetado	R\$ 21.000
Custo do Capital Próprio (Ke)	18%

Fonte: Kassai et al., 2000

Considerando-se que a empresa irá manter o mesmo nível de custo de capital próprio e de terceiros e que o lucro apurado no último exercício se repita de forma regular no futuro, pode-se calcular o MVA da Cia. Sucro-Alcooleira.

O primeiro passo é calcular o valor da empresa. Como é sabido, os balanços contábeis não exprimem o valor da empresa e para isso existem diversos métodos, sendo o mais utilizado o cálculo do Fluxo de Caixa Descontado (FCD ou DCF), pois considera o potencial de geração de lucros futuros.

Então, o cálculo do FCD a partir da fórmula de perpetuidade:

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{K_e} + \text{Passivo} \quad (7.2)$$

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{\text{R\$ 21.000}}{0,18} + \text{R\$ 60.000} = \text{R\$ 176.667} \quad (7.2.a)$$

O valor da empresa (R\$ 176.667), portanto, é o *somatório* do valor presente do fluxo de lucros futuros (R\$ 116.667) *mais* o montante do passivo exigível (R\$ 60.000). É fácil compreender porque é necessário somar o passivo exigível para se obter o valor da empresa: o cálculo foi efetuado a partir do “lucro líquido” que, conceitualmente, é de propriedade do acionista (Patrimônio Líquido).

O segundo passo é identificar o valor de mercado dos investimentos da Empresa. No caso da Cia. Sucro-Alcooleira o valor dos investimentos, avaliados a preço de mercado, é de R\$ 110.000. Em uma outra situação, essa informação seria obtida por meio de um trabalho de reavaliação dos itens do ativo que compõem os investimentos operacionais da empresa¹².

Observe que o valor de mercado dos investimentos (R\$ 110.000) é diferente do valor do total do ativo (R\$ 100.000) da Cia. Sucro-Alcooleira. Essa diferença é a valorização (ou poderia ser até uma desvalorização) em função do mercado e faz parte das atividades de uma empresa e, portanto, faz-se necessário sua exclusão no cálculo do *goodwill*.

Portanto, o MVA da Cia. Sucro-Alcooleira é apurado pela *diferença* entre o valor da empresa *menos* o valor de seus investimentos a valor de mercado, a saber:

Valor da empresa	R\$ 176.667
(—) Investimentos a valor de mercado	R\$ 110.000
(=) MVA	R\$ 66.667

Embora seja um caso hipotético, pode-se interpretar que a Cia. Sucro-Alcooleira, a longo prazo, também agrega valor e que o seu *goodwill* é de R\$ 66.667.

O MVA representa o valor econômico da empresa em relação às suas expectativas de lucros futuros, enquanto que o EVA tem o mesmo entendimento voltado para o passado (**Figura 13**).

¹² Por exemplo: O saldo de duplicatas a receber deve ser ajustado a valor presente, os estoques são avaliados pelo preço de reposição à vista, os imobilizados são mensurados pelo valor de realização, etc.



Figura 13: A relação espaço-temporal entre EVA e MVA

Fonte: Kassai et al., 2000

Existe alguma relação entre esses indicadores? Obviamente que sim e está relacionado com as estratégias passadas, bem como aquelas adotadas para o futuro. Eventualmente, poder-se-ia ter um EVA positivo e um MVA negativo, ou vice-versa.

Ao se comparar o MVA com o EVA, calculados a partir de uma mesma taxa de remuneração do capital próprio (K_e), estabelece-se uma razão chamada de Índice de Crescimento de Valor Adicionado — ou Agregado — (ICVA), demonstrado a partir da seguinte fórmula:

$$\text{ICVA} = \text{MVA} \div \frac{\text{EVA}}{K_e} \quad (10)$$

E que pode ser interpretado da seguinte forma em relação ao futuro da empresa:

- ↑ **Maior que 1:** significa um aumento do nível atual de valor adicionado, resultante de estratégias diferentes, de aumento do volume de atividades, maior lucratividade, etc. Quanto maior esse índice, melhor.
- **Igual a 1:** significa que a empresa irá manter o atual nível de valor adicionado, não havendo diferenças relevantes entre as estratégias atuais e futuras
- ↓ **Menor que 1:** significa que uma redução do nível atual de valor adicionado. Quanto menor, pior.

Exemplificando, por intermédio do caso da Cia. Sucro-Alcooleira, o índice de crescimento de valor adicionado é o seguinte:

$$\text{ICVA} = \text{MVA} \div \frac{\text{EVA}}{\text{Ke}} = \text{R\$ } 66.667 \div \frac{\text{R\$ } 13.800}{0,18} = \mathbf{0,87} \quad \text{(10.a)}$$

O ICVA igual a 0,87 da Cia. Sucro-Alcooleira indica uma redução dos níveis futuros de valor econômico adicionado. Provavelmente os EVA dos próximos exercícios serão menores do que o atual, não mantendo a mesma remuneração de seus investimentos a valor de mercado.

CAPÍTULO 4

APLICABILIDADE DA METODOLOGIA

4.1 ESTRUTURAÇÃO DA METODOLOGIA

Para desenvolver a pesquisa em questão foi utilizado o método de pesquisa descritiva. Isso permite analisar as empresas e, simultaneamente, identificar, sistematizar e propor estratégias para a continuidade da empresa.

No capítulo anterior foram demonstrados os cálculos e as fórmulas para a aplicação de *valuation* pelos parâmetros EVA e MVA.

Neste capítulo será demonstrada a aplicação dessa metodologia de *valuation* em empresas do *agribusiness* sucro-alcooleiro. Para tanto, foram reunidas 246 (duzentos e quarenta e seis) empresas, precisamente os seus Balanços Anuais e Demonstrações de Resultados dos Exercícios, que apresentaram uma base de dados dos últimos cinco anos (1997 a 2001) e cujas demonstrações contábeis foram elaboradas consoante as práticas pertinentes da Legislação Societária e normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A contribuição desta metodologia de *valuation* serve para qualquer tipo de empresa, guardadas as devidas proporções, como citado no subcapítulo 2.2.2 (Os indicadores de desempenho e os “*Intangibles Assets*”).

Baseada na proposição de uma metodologia de avaliação de forma lógica e encadeada, a apuração e análise da criação de valor proporciona uma eficiente calibragem das atividades administrativas de planejamento, organização, coordenação e controle na auferição da agregação (ou destruição) de riquezas das empresas estudadas — no presente trabalho, as sociedades anônimas do *agribusiness* sucro-alcooleiro.

Ressalta-se que foram consideradas as disposições da Lei 9.249, de 26/12/96, que, através dos seus artigos 4º e 5º, extinguiu, a partir de 1º de janeiro de 1996, a sistemática até então em vigor de correção monetária das demonstrações contábeis, bem como o disposto na Instrução CVM nº 248, de 29/03/96.

As empresas com fechamento de exercício social diferente de 31 de dezembro tiveram suas contas de balanço corrigidas para aquela data. Com isso, procurou-se eliminar as distorções provocadas pela inflação, colocando-se as empresas da amostra sob mesma base para efeito de comparação.

Tais empresas foram divididas em setores distintos do *agribusiness* sucro-alcooleiro: empresas do setor canavieiro, do setor de açúcar, do setor de álcool, do setor de açúcar e álcool integrados e um cômputo global do *agribusiness* sucro-alcooleiro

Dessa forma, a análise que permeia a criação de valor foi seccionada em cinco fases distintas, podendo ser visualizada na **Figura 14**:

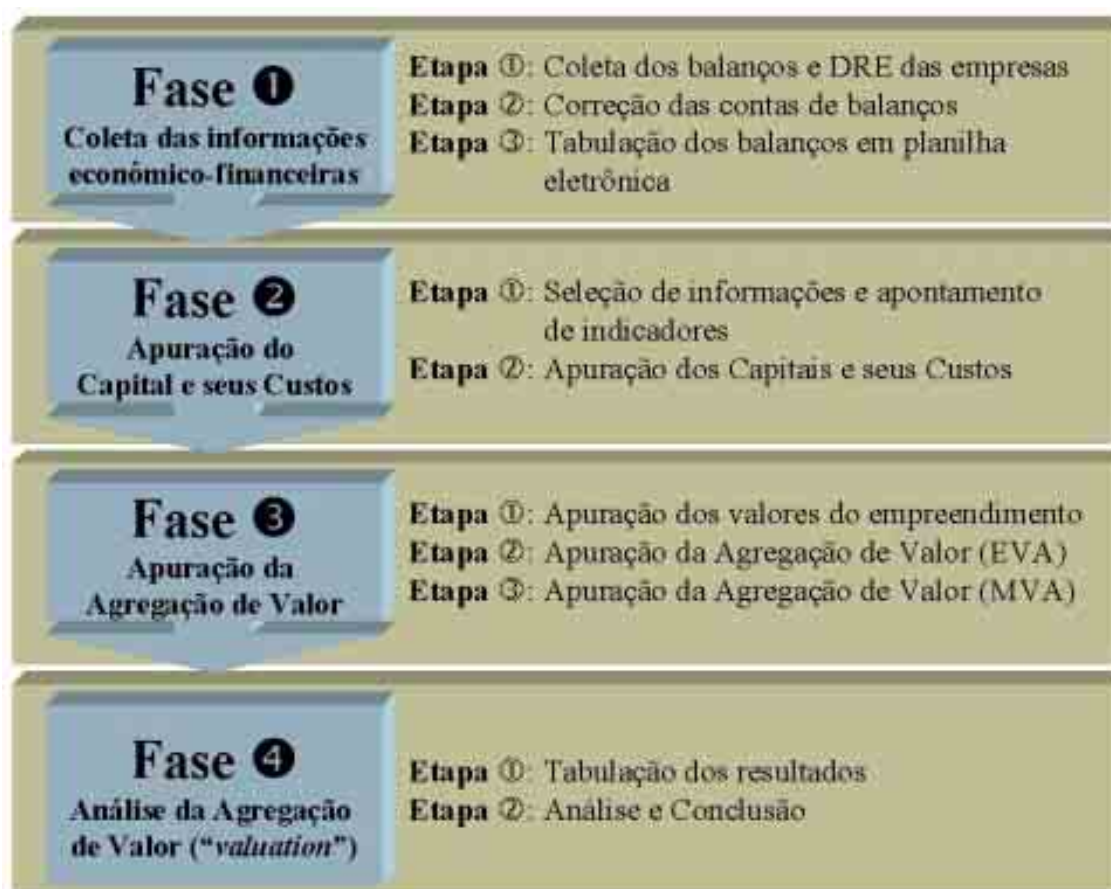


Figura 14: Fluxo da análise de criação de valor no *agribusiness* sucro-alcooleiro

Fonte: Medeiros, 2001

4.2 ETAPAS DA PESQUISA

Cada fase, anteriormente exposta, está subdividida em etapas. Nos subtítulos que se seguem apresentam-se de forma mais detalhada, por fase, cada etapa.

4.2.1 Fase ①: Coleta das informações econômico-financeiras

4.2.1.1 Etapa ①: Coleta dos balanços e DRE das empresas

Nesta etapa inicial são relacionados os balanços das empresas, classificadas com base na receita operacional líquida do último exercício. Constam da pesquisa empresas e sociedades anônimas que por lei são obrigadas a divulgar seus balanços e as limitadas que, embora não sejam obrigadas a fazê-lo, submeteram seus balanços à análise.

Por esse motivo, podem não constar do *ranking* empresas conhecidas e outras que não disponibilizaram seus balanços para análise. Outras não puderam fazê-lo porque ainda não tinham concluído seus balanços em tempo hábil durante os períodos estudados (anexos A a E).

4.2.1.2 Etapa ②: Correção das contas de balanços

As empresas com fechamento de exercício social diferente de 31 de dezembro tiveram suas contas de balanço corrigidas para aquela data. Com isso procurou-se eliminar as distorções provocadas pela inflação, colocando as empresas da amostra sob mesma base para efeito de comparação.

Em decorrência disso deixou-se de divulgar os valores da correção monetária, bem como de efetuar as correções dos valores do balanço para as empresas que encerram o exercício social diferente de dezembro, publicando-os a preço corrente.

4.2.1.3 Etapa ③: Tabulação dos balanços em planilha eletrônica

Nesta etapa, procede-se a tabulação das informações apresentadas nos balanços citados anteriormente, alocando os dados em planilha eletrônica. Foram utilizados os Balanços Anuais da Gazeta Mercantil que apresentam uma base de dados dos últimos cinco anos (1997 a 2001) e cuja análise das demonstrações contábeis foi elaborada

consoante as práticas pertinentes à Legislação Societária e normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foram consideradas as disposições da Lei 9.249, de 26/12/96 que extinguiu a sistemática de correção monetária das demonstrações contábeis, bem como o disposto na Instrução CVM nº 248, de 29/03/96.

A organização e classificação desses dados em meio digital, através de planilhas eletrônicas, permite a uniformização das informações e, por conseguinte, a concatenação das fórmulas. Para tanto, são disponibilizadas e classificadas as seguintes informações:

1. **AP (Aquisições do Permanente)** — Aquisições em investimentos, imobilizado e diferido, no exercício;
2. **APO (Aquisições do Permanente/Origens)** — Aquisições do permanente *dividido* pelo total das origens de recursos;
3. **Ativo Circulante e Ativo Diferido** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
4. **Ativo Permanente** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
5. **Ativo Real** — *Total* do ativo *menos* ativo diferido *menos* despesas antecipadas;
6. **Ativo Total** — Valor declarado no Balanço Patrimonial, reclassificando as duplicatas Descontadas para o Passivo;
7. **CROL (Crescimento da Receita Operacional Líquida)** — Foi utilizada a fórmula do crescimento nominal, uma vez que foi extinta a correção monetária do balanço;
8. **Despesas antecipadas** — Valor declarado no Balanço Patrimonial, a curto e a longo prazo;
9. **DF (Dívidas Financeiras)** — *Total* de Empréstimos e Financiamentos, debêntures encargos Financeiros e Títulos Emitidos, a curto e longo prazos, declarados no Balanço Patrimonial;
10. **EF (Endividamento Financeiro)** — Dívidas Financeiras *divididas* pelos recursos de terceiros (PC + ELP). Reflete a participação das dívidas financeiras no total de recursos de terceiros;

11. **EG (Endividamento Geral)** — Passivo Circulante *mais* Exigível a Longo Prazo *dividido* pelo Passivo real;
12. **Ev.Real % (Evolução Real das Vendas)** — Evolução real das vendas, considerando a variação do IGP-M. No caso das demonstrações contábeis elaboradas pela Legislação Societária, as vendas são ajustadas pela inflação média do período a que compreende;
13. **Exigível a Longo Prazo** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
14. **GE (Grau de endividamento)** — Passivo Circulante *mais* Exigível a Longo Prazo *dividido* pelo Total do Ativo;
15. **Investimentos** — *Total* de investimentos declarados no ativo permanente: investimentos em coligadas ou controladas *mais* investimentos em incentivos fiscais *mais* investimentos em outras empresas;
16. **Investimentos em coligadas e controladas** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
17. **LAJIR (Lucro antes da Correção)** — Lucro Operacional declarado *excluído* o resultado da equivalência patrimonial *incluindo* variações monetárias e cambiais *mais* receitas não-operacionais *menos* despesas não-operacionais;
18. **LB (Lucro Bruto)** — Receita Operacional Líquida *menos* custos dos produtos e serviços vendidos (CPV ou CMV);
19. **LC (Liquidez Corrente)** — Ativo Circulante *dividido* pelo Passivo Circulante;
20. **LL (Lucro Líquido)** — Lucro após o Imposto de Renda *menos* participação e contribuição dos empregados, administradores e beneficiários;
21. **Lucro/Prejuízo Bruto** — Valor declarado na Demonstração do Resultado;
22. **Lucro/Prejuízo Líquido** — Valor declarado na Demonstração do Resultado após a reversão dos juros sobre Capital Próprio;
23. **Lucro/Prejuízo Operacional** — ① Valor declarado na Demonstração do Resultado *excluído* o Resultado de Equivalência Patrimonial e as Receitas e Despesas Financeiras. ② Lucro operacional declarado *menos* Resultado da Equivalência Patrimonial *mais* variações monetárias e cambiais;

24. **NCG (Necessidade de Capital de Giro)** — Ativos Operacionais de curto prazo *menos* Passivos Operacionais de curto prazo, onde:
- **Ativos Operacionais** — Duplicatas a receber *mais* Estoques *mais* Despesas antecipadas *mais* Outros ativos ligados à atividade operacional
 - **Passivos Operacionais** — Fornecedores *mais* Salários e Encargos sociais *mais* Obrigações fiscais *mais* Outros Passivos ligados à atividade operacional;
25. **Origens (Origens de Recursos)** — *Somatório* de recursos próprios, de acionistas e de terceiros;
26. **Passivo Circulante** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
27. **Passivo Real** — Passivo Circulante *mais* Exigível a Longo Prazo *mais* resultados de exercícios futuros *mais* Patrimônio Líquido *menos* Ativo Diferido *menos* despesas antecipadas;
28. **Patrimônio Líquido Real** — Patrimônio Líquido declarado *mais* resultado de exercícios futuros *menos* Ativo Diferido *menos* Despesas Antecipadas;
29. **Permanente** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
30. **PLR (Patrimônio Líquido Real)** — Patrimônio Líquido declarado *mais* resultado de exercícios futuros *menos* Ativo Diferido *menos* despesas antecipadas;
31. **PL (Patrimônio Líquido)** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
32. **Receita Líquida** — Receita Bruta *deduzida* dos impostos incidentes sobre vendas e das devoluções de abatimentos;
33. **Receitas Operacionais** — *Somatório* de todas as receitas, *exceto* as não operacionais;
34. **Rentabilidade do Patrimônio Líquido** — Lucro Líquido após reversão dos juros sobre capital próprio *dividido* pelo Patrimônio Líquido;
35. **Rentabilidade dos Investimentos** — Lucro Líquido *dividido* pelo total dos investimentos;
36. **Resultado da Equivalência Patrimonial** — Valor declarado na Demonstração de resultado;
37. **Resultado da Equivalência Patrimonial/Receitas Operacionais** — Ambas extraídas da Demonstração de Resultado;

38. **Resultado de Exercícios Futuros** — Valor declarado na Demonstração de Resultado;
39. **RFL (Resultado Financeiro Líquido)** — Receitas financeiras *menos* despesas financeiras *mais* variações monetárias e cambiais
40. **ROA (Retorno Sobre Ativo)** — Lucro Líquido *dividido* pelo Ativo Total;
41. **ROL (Receita Operacional Líquida)** — Receita Operacional Bruta ou faturamento *menos* impostos incidentes sobre as vendas e serviços *menos* devoluções e abatimentos;
42. **RPL (Rentabilidade do Patrimônio Líquido)** — Lucro Líquido após reversão dos juros sobre capital próprio *dividido* pelo Patrimônio Líquido;
43. **RPLAJIR (Rentabilidade do Patrimônio por Lucro antes da Correção)** — Lucro antes da correção *dividido* pelo Patrimônio Líquido Real;
44. **RPLL (Rentabilidade do Patrimônio por Lucro Líquido)** — Lucro Líquido *dividido* pelo Patrimônio Líquido Real;
45. **Tesouraria** — Ativo Financeiro *menos* Passivo Financeiro;
46. **Total do Ativo** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;
47. **Variação % da NCG** — Variação nominal em relação ao exercício anterior;
48. **Variação % do Permanente** — Variação nominal em relação ao exercício anterior; e
49. **Variação % dos investimentos** — Variação nominal em relação ao exercício anterior.

4.2.2 Fase ②: Apuração do capital e seus custos

4.2.2.1 Etapa ①: Seleção das informações e apontamento de indicadores

Em posse das informações que se seguem, depreendidas dos balanços, bem como dos indexadores econômicos, serão apurados os capitais (próprios e de terceiros), bem como de seus respectivos custos:

1. **Investimentos** — *Total* de investimentos declarados no Ativo Permanente: investimentos em coligadas ou controladas *mais* investimentos em incentivos

fiscais *mais* investimentos em outras empresas. **Investimentos em coligadas e controladas** — Valor declarado no Balanço Patrimonial;

2. **LL (Lucro/Prejuízo Líquido)** — Lucro após o Imposto de Renda *menos* participação e contribuição dos empregados, administradores e beneficiários;
3. **LOP (Lucro/Prejuízo Operacional)** — ① Valor declarado na Demonstração do Resultado *excluído* o Resultado de Equivalência Patrimonial e as Receitas e Despesas Financeiras. ② Lucro operacional declarado *menos* Resultado da Equivalência Patrimonial *mais* variações monetárias e cambiais;
4. **COp (Custo de oportunidade)** — O custo associado a um investimento em detrimento de outro. Para 2000 foi adotado o custo de oportunidade indicado pelo IPCA, calculado pelo IBGE, que é de 14,94%, arredondado para 15%. Para 2001 foi adotado o parâmetro corrigido para 11,93%;
5. **PL (Patrimônio Líquido)** — Valor declarado no Balanço Patrimonial e Patrimônio Líquido Real — Patrimônio Líquido declarado *mais* resultado de exercícios futuros *menos* Ativo Diferido *menos* despesas antecipadas;
6. **ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)** — Lucro Líquido *dividido* pelo Patrimônio Líquido; e
7. **ROA (Retorno Sobre Ativo)** — Lucro Líquido *dividido* pelo Ativo Total.

4.2.2.2 Etapa ②: Apuração dos Capitais e seus Custos

Em posse das informações anteriores pode-se avaliar o capital necessário ao empreendimento bem como o custo desse capital na análise de seu desempenho econômico-financeiro:

1. **Ke (Capital Próprio)** — Patrimônio Líquido *dividido* pelo Ativo (Investimentos);
2. **Ki (Capital de Terceiros)** — Passivo *dividido* pelo Patrimônio Líquido;
3. **CKe (Custo do Capital Próprio)** — Dado o nível de risco da empresa e também considerando o risco país, espera-se um retorno mínimo de 18%;
4. **CKi (Custo do Capital de Terceiros)** — Juros ou despesas financeiras. Foi adotado o custo indicado pelo IPCA, calculado pelo IBGE, que é de aproximadamente 15% (semelhante ao custo de oportunidade de capital). O

custo do capital de terceiros, embora possa ser maior que o exposto, gera despesa dedutível do imposto de renda, havendo economia sobre o mesmo, resultando em um custo líquido de mais ou menos os 15% adotados na análise.

4.2.3 Fase ③: Apuração da agregação de valor

4.2.3.1 Etapa ①: Apuração dos valores do empreendimento

Uma vez tabuladas todas as informações pertinentes ao capital e seus custos, agora faz-se necessário a apuração do **WACC** (Média Ponderada de Capital), subsídio que permitirá conhecer a agregação (ou destruição) de valor pelas empresas estudadas.

O WACC — Custo Médio Ponderado de Capital — é dado pelo capital próprio *multiplicado* pelo custo do capital próprio *mais* o capital de terceiros *multiplicado* pelo custo do capital de terceiros.

Embora não faça parte do escopo da pesquisa, pode-se depreender, nesta etapa, a alavancagem financeira do empreendimento. O **GAF** (Grau de Alavancagem Financeira) — grau de aversão ao risco financeiro — é o grau de alavancagem que o empresário está disposto e preparado para imprimir ao seu negócio pela obtenção de fontes de financiamento de curto e longo prazos a terceiros. Não há dúvida de que o risco financeiro é o mais temido, sob várias alegações: altos juros nominais, distorções do sistema financeiro, exploração dos bancos, entre outros. O problema não reside na captação dos recursos, mas na natureza e qualidade de sua aplicação. É dado pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido *dividido* pelo Retorno Sobre Ativo.

Uma outra análise de *valuation* (Copeland, Koller e Murrin, 1994) de um determinado empreendimento é o **VE** (Valor da Empresa), que é o Lucro líquido *dividido* pelo Custo do Capital Próprio *mais* Investimentos sobre o Patrimônio Líquido. Isso traz à tona um velho conceito de precificação de empresas para M&A (*Mergers & Acquisitions*, Fusões e Aquisições)

4.2.3.2 Etapa ②: Apuração da Agregação de Valor (EVA)

O EVA é o Resultado Operacional após os impostos *menos* o Capital *multiplicado* pelo Custo do Capital ou ainda sua derivada: Rentabilidade do investimento *menos* o Custo do Capital *multiplicado* pelo Capital Investido. Derivando-se se pode depreender que é o Lucro Líquido *menos* o custo de oportunidade *multiplicado* pelo Patrimônio Líquido. É também a *soma* do Passivo Circulante (incluindo as Duplicatas Descontadas, quando existir) com o Exigível a Longo Prazo, *dividido* pelo Patrimônio Líquido, refletindo a proporção de recursos de terceiros (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) em relação aos recursos próprios (Patrimônio Líquido).

O EVA (Valor Econômico Adicionado) também pode ser definido como o Lucro Líquido *menos* o custo de oportunidade *multiplicado* pelo Patrimônio Líquido.

4.2.3.3 Etapa ③: Apuração da Agregação de Valor (MVA)

O MVA é o Valor Total de Mercado *menos* o Capital Investido, ou ainda sua derivada: Valor de Mercado do Capital *menos* o Valor Contábil do Capital¹³. Também pode ser simplificada pelo EVA *dividido* pelo Custo Médio Ponderado de Capital.

4.2.4 Fase ④: Análise da agregação de valor

4.2.4.1 Etapa ①: Tabulação dos resultados

Nessa fase faz-se a compilação dos resultados da pesquisa através do desempenho das empresas estudadas conforme o setor analisado. Os dados já contidos e calculados na planilha eletrônica, com todos os seus relacionamentos de tabelas dinâmicas, gráficos e estatísticas, demonstram o desempenho das empresas na criação (ou destruição) de riqueza aos seus acionistas.

¹³ Isso demonstra o nível de acerto das decisões tomadas no passado até o momento, como também os resultados futuros dos EVA trazidos a valor presente.

4.2.4.2 Etapa ②: Análise e Conclusão

Finalmente, a análise crítica textual dos resultados e do que eles representam, subsidiando a tomada de decisões norteando a empresa para a agregação de valor ao empreendimento: se se está criando ou destruindo riqueza. Embora as conclusões e recomendações sobre *valuation* tenham sido exemplificadas adotando-se um setor de agronegócios, de forma inédita, serve também como base econômico-financeira para outros empreendimentos, noutros ramos de negócios e áreas distintas da economia.

4.3 CONSIDERAÇÕES SOBRE A PESQUISA

Através da tabulação dos dados em meio eletrônico pode-se refinar seus relacionamentos com tabelas de resultados, gráficos e correlações estatísticas, entre outros. A análise fornecerá informações gerenciais de importância capital, podendo-se, em seguida, valer-se desses resultados para outras análises subjacentes de apoio à tomada de decisões como *break-even point*, avaliação de cenários, correlação de gastos e dispêndios com a agregação de valor, entre outros.

Esse encadeamento da pesquisa busca concatenar os resultados em uma linha espaço-temporal que permita uma análise o mais fidedigna possível. A tabulação dos dados em planilha eletrônica permite ajustes e correções nos valores que seriam impraticáveis em outros meios não digitais. Isso também permite a engenharia reversa na obtenção de dados incógnitos, em alguns casos, onde só havia um dos fatores de dados.

Procurou-se também, dentro dos limites das informações prestadas, proceder ajustes de forma a se obter uma maior precisão nos cálculos, dada a verossimilhança entre as informações obtidas. A tabulação eletrônica permitiu também a atualização em tempo real dos gráficos e das tabelas de forma sinérgica, esmerando a confiabilidade dos resultados.

O trabalho não pretende ser absoluto nem final e sim servir como uma bússola, um guia prático para gestores, analistas financeiros, estudantes, investidores e mesmo

como forma de prestação de contas à sociedade em geral quanto a geração de riqueza de um determinado empreendimento.

CAPÍTULO 5

RESULTADOS

5.1 SÍNTESE DAS ETAPAS E FASES DO PROCESSO DE *VALUATION*

Conforme já mencionado, o EVA está diretamente relacionado com o valor de mercado de uma empresa. Se o resultado econômico for superior ao custo do capital existe criação de valor; para resultados inferiores, há destruição de valor.

Copeland, Koller e Murrin (1994), demonstram que o MVA apura a diferença entre o valor total de mercado da empresa e o capital investido na mesma, ou seja é a diferença entre o *cash-in* (o que foi investido, contemplando todas as formas de financiamento) e o *cash-out* (o que os investidores poderiam obter se vendessem a empresa atualmente).

$$\text{MVA} = \text{Valor Total de Mercado} - \text{Capital Investido} \quad (2.5)$$

$$\text{MVA} = \text{Valor de Mercado do Capital} - \text{Valor Contábil do Capital} \quad (2.6)$$

Assumindo que o valor de mercado e contábil da dívida são equivalentes, então o MVA é a diferença entre os valores de mercado e contábil do capital da empresa. O MVA permite apurar o valor que foi adicionado ou subtraído do investimento efetuado pelos acionistas. O sucesso de uma empresa na criação de MVA depende da taxa de retorno dos seus investimentos quando comparada com o seu custo de capital. O mesmo se passa com o EVA, pelo que EVA's positivos implicam MVA's positivos e vice-versa. Desse modo, então, pode-se redefinir o MVA como o valor atual de todos os EVAs futuros.

Na **Fase ❶ (Tabela 3)**, pode-se observar o escopo inicial da pesquisa: as informações basilares advindas dos balanços e das demonstrações econômico-contábeis das 246 empresas do setor sucro-alcooleiro, foco da pesquisa, no período estudado (1997 a 2001). Na Etapa ❶ foram coletados os balanços dessas empresas do *agribusiness* sucro-alcooleiro, divididas em áreas distintas como: cana, açúcar, álcool, açúcar e álcool integradas e o setor como um todo. Dentre as centenas de empresas estudadas, foi tomado um exemplo de uma empresa de um determinado setor para melhor ilustrar o exercício (Açúcar Guarani S.A.). Na Etapa ❷, os balanços com fechamento em data diferente de 31 de dezembro foram corrigidos. Por fim, uma vez tabulados em planilha eletrônica, na Etapa ❸, depreendeu-se um exemplo dessa alocação das informações advindas dos Balanços Patrimoniais e Demonstração de Resultados do Exercícios.

Tabela 3: Fase ❶ — Coleta das informações econômico-financeiras**Etapas ❶ a ❸ — Açúcar Guarani S.A.****1997**

ROL (R\$ mil.)	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	Liquidez corrente	EG (%)
117.501	24	79.220	160.990	16.508	-4.429	-4.106	38.217	-3.651	5.962	31.101	-5,6	-5,2	19,2	1,3	50,8

1998

Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo	Permanente		DF	PL	NCG		EG	EF	LC	RPL	RLF
(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	Var %	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	Var %	%	%	%	%	%
130.819	3,0	23.968	12.472	5.903	161.624	50.667	-3,9	31.335	89.882	32.566	(18,8)	79,8	43,7	1,05	6,6	145,35

1999

Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo	Permanente		DF	PL	NCG		EG		LC	RPL	RLF
(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	Var %	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	Var %	%	%	%	%	%
120.766	-7,7	26.707	11.596	3.818	167.298	92.655	82,9	20.994	92.793	17.211	-39,3	80,3	28,2	1,17	4,1	113,50

2000

Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo	Permanente		DF	PL	CG	NCG	Tesouraria	ROA	GE	EVA	RLF
(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	Var %	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	%	(%)	(R\$ mil)	%
130.501	-2,4	42.829	7.937	-6.554	181.455	88.537	(4,4)	35.640	85.696	4.306	24.015	-19.369	-3,6	52,8	-19.408	122,65

2001

Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo	DF	PL	CG	NCG	EG	EVA	RLF
(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	(R\$ mil)	%	(R\$ mil)	%
192.309	29,0	68.459	36.093	14.346	195.648	10.275	88.242	16.763	24.268	54,9	3.757	96,15

Fonte: Gazeta Mercantil (1997 a 2001)

Na seqüência, na **Fase ②**, em posse das informações anteriores, pôde-se depreender, para início da pesquisa, os capitais e os custos desses capitais necessários às empresas, bem como seus retornos. Para uma melhor compreensão da formatação da pesquisa, foram elaboradas legendas com o memorial de cálculos (**Tabela 4**).

Foram utilizadas as técnicas da teoria contábil e, concomitantemente, para as informações que não se pôde obter via demonstrações, a utilização da teoria de finanças, a exemplo dos indicadores setoriais, como o custo de oportunidade, indicado pelo IPCA, que é calculado pelo IBGE. Cabe lembrar que o custo do capital de terceiros, embora possa ser maior que o observado nas demonstrações contábeis, gera despesa dedutível do imposto de renda. Isto propicia uma economia que resulta num custo líquido de mais ou menos os índices adotados na análise.

Tabela 4: Fase ② — Apuração do capital e seus custos

Etapas ① e ② — Açúcar Guarani S.A.

Ano	R\$ milhões				COp (%)	Ke (%)	Ki (%)	Cke (%)	Cki (%)	ROE (%)	ROA (%)
	LL	LOP	PL	Inv							
1997	-4.106	-4.429	79.220	160.990	14,93	49,21	50,79	18,00	15,00	-5,18	-2,55
1998	5.903	12.472	89.882	161.624	14,93	55,61	44,39	18,00	15,00	6,57	3,65
1999	3.818	11.596	92.793	167.298	14,93	55,47	44,53	18,00	15,00	4,11	2,28
2000	-6.554	7.937	85.696	181.455	14,93	47,23	52,77	18,00	15,00	-7,65	-3,61
2001	14.346	36.093	88.242	195.648	11,97	45,10	54,90	18,00	15,00	16,26	7,33

Fonte: Gazeta Mercantil & Medeiros, 2001

Legenda:

- **LL** (Lucro/Prejuízo Líquido)
- **LOP** (Lucro/Prejuízo Operacional)
- **PL** (Patrimônio Líquido)
- **Inv(estimentos)** — Total de investimentos declarados no Ativo Permanente
- **COp** (Custo de oportunidade)
- **Ke** (Capital Próprio)
- **Ki** (Capital de Terceiros)
- **CKe** (Custo do Capital Próprio)
- **CKi** (Custo do Capital de Terceiros)

- **ROE** (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)
- **ROA** (Retorno Sobre o Ativo)

Após esse início de pesquisa, quando apuradas convenientemente as informações capitais anteriores, procede-se à **Fase ⑤** da pesquisa: a obtenção dos indicadores de desempenho (EVA/MVA).

Observe a **Tabela 5**: ela traz sintetizados os resultados da apuração da agregação (ou destruição) do valor ao empreendimento..

Tabela 5: Fase ⑤ — Apuração da agregação de valor

Etapas ① a ③ — Açúcar Guarani S.A.

Ano	GAF	WACC (%)	EVA (R\$ Mil)	VE (R\$ Mil)	MVA (R\$ Mil)
1997	0,49	16,48	-15.934	-22.809	-96.706
1998	0,56	16,67	-7.516	32.796	-45.094
1999	0,55	16,66	-10.036	21.213	-60.226
2000	0,47	16,42	-19.348	-36.409	-117.857
2001	0,45	16,35	79.702	3.783	23.136

Fonte: Gazeta Mercantil & Medeiros, 2001

Legenda:

- **GAF** (Grau de Alavancagem Financeira)
- **WACC** (Custo Médio Ponderado de Capital)¹⁴
- **EVA** (*Economic Value Added*)
- **VE** (Valor da Empresa)
- **MVA** (*Market Value Added*)

Conforme se observa, a relação existente entre o EVA e o MVA tem implicações na avaliação da empresa. Rearranjando as equações antes mencionadas, permite-nos encontrar uma definição para o valor da empresa:

¹⁴ Fluxo de caixa requerido pelos investidores e proprietários para compensar o risco do investimento dos recursos aplicados na empresa.

$$\text{Valor de Mercado da Empresa} = \text{Valor Capital Investido} + \text{Valor Atual EVA Projetos Atuais} + \text{Valor Atual EVA Projetos Futuros} \quad (7.3)$$

ou:

$$\text{Valor Mercado do Capital} = \text{Valor Contábil Capital} + \text{Valor Atual do EVA Futuro} \quad (7.4)$$

Finalmente, na **Fase 4**, a compilação dos resultados (**Tabela 6**). Foi desenvolvido um rol de desempenho de criação de riqueza das centenas de empresas estudadas, por ordem alfabética, seccionadas por setores, sem a preocupação de se elaborar um *ranking*, uma vez que o objetivo era a análise global dessas empresas do *agribusiness* sucro-alcooleiro.

Isso permitiu analisar detidamente as empresas estudadas, servindo como um guia para contextualizar esse setor tão importante da economia brasileira, além de servir como referência para trabalhos futuros, permitindo sua correlação com dados estatísticos, análise de cenários, ponto de equilíbrio, fractais, etc.

Tabela 6: Fase 4 — Análise de agregação de valor

Etapa 1: Cana-de-açúcar

EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
1997 (45)	1998 (25)	1999 (40)	2000 (40)	2001 (46)	1997 (45)	1998 (25)	1999 (40)	2000 (40)	2001 (46)
-120.867	-112.819	-176.357	-308.927	-54.315	-733.716	-679.637	-1.060.297	-1.850.660	-352.805

OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Cana-de-açúcar	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Agr Pedro Ometto	2.355	-7.210	-25.606			16.209	-48.514	-159.483		
Agrícola Colombo	340	-7.877	5.323	-13.910	15.923	1.949	-45.442	31.074	-81.434	93.481
Agrícola Diamantina					-1.274					-7.328
Agrícola Quatá	590		-9.527	-17.859	10.899	3.522		-60.902	-120.552	70.949
Agropav	-3.064		-1.102	-8.599	-7.847	-18.030		-6.647	-52.871	-48.250
Agrovale/Vale Tietê					-71					-441
Águas Claras					353					1.963

Cana-de-açúcar	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
AJC	.	.	.	.	-14.310	.	.	.	.	-87.936
Anel Viário	-2.321	988	.	-2.944	3.593	-14.304	5.895	.	-17.965	21.710
Apecarb	.	.	.	.	2.751	.	.	.	.	17.703
Bazan	-2.713	-2.099	-2.269	-4.789	-1.493	-15.627	-11.977	-13.189	-27.830	-8.634
BNT	.	.	-14.076	-6.464	-6.232	.	.	-87.734	-41.439	-39.955
Boa Vista	-17.539	-21.525	.	-20.586	-8.085	-107.781	-127.396	.	-126.632	-49.975
Bom Retiro	-487	.	.	.	.	-2.788	.	.	.	.
Campanário	.	.	.	.	-5.192	.	.	.	.	-29.974
Campo Alto	-10.645	.	-14.728	-12.725	-11.234	-63.344	.	-88.912	-77.475	-70.303
Capivara	-2.030	-1.264	-4.262	-2.965	-1.686	-11.793	-7.484	-25.475	-17.254	-9.809
Capuava	.	.	.	.	-52	.	.	.	.	-291
Case	.	.	-25.577	.	.	.	.	-150.541	.	.
Castell	-6.683	.	.	.	.	-43.994	.	.	.	.
Cresciumal	-4.931	.	.	.	-2.340	-28.173	.	.	.	-13.228
Debelma	.	.	.	.	-73	.	.	.	.	-403
Delta	.	.	.	.	-1.698	.	.	.	.	-10.555
Fazenda Palmeiras	.	.	.	.	-26	.	.	.	.	-152
Foz do Mogi	-3.572	-2.201	-2.698	-3.554	873	-20.602	-12.992	-15.963	-21.052	5.110
Furlan	-769	.	.	.	1.359	-4.619	.	.	.	7.844
Guanabara	-4.450	-3.839	.	.	-3.558	-27.689	-23.540	.	.	-21.928
J O	-3.701	.	-412	-542	-1.545	-20.853	.	-2.306	-3.070	-8.809
Jacarezinho	-1.302	-3.002	-1.318	.	-4.176	-13.382	-21.395	-9.730	.	-25.049
Laginha	.	.	.	-13.490	-11.579	.	.	.	-78.603	-71.106
Lagrisa	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Luiz Zillo	2.897	.	-10.579	-29.436	1.482	17.745	.	-66.281	-187.421	9.378
Monte Alegre	.	.	.	.	-699	.	.	.	.	-4.235
Monte Sereno	.	.	.	.	-2.433	.	.	.	.	-14.723
N Sra do Carmo	.	.	-3.757	-16.813	-16.712	.	.	-23.576	-93.808	-94.805
Norte Paraná	.	-7.107	-6.417	-14.077	-7.394	.	-40.341	-36.384	-79.709	-41.944
Nova América Cana	417	-5.955	-9.500	-15.445	-13.712	2.375	-34.146	-55.001	-91.582	-81.309
Nova Louzã	-4.889	.	.	.	-3.363	-30.184	.	.	.	-20.073
Olimpia	.	.	-10.542	.	.	.	.	-61.201	.	.
Orlando Chesini Ometto	.	.	.	.	-52.160	.	.	.	.	-320.818

Cana-de-açúcar	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Piratininga	925	.	-11.314	-13.151	-5.275	6.273	.	-72.891	-92.377	-38.948
Planagri	.	.	.	.	-1.848	.	.	.	.	-10.537
Pontal Agropecuária	-209	.	.	.	-11.191	-1.392	.	.	.	-82.226
Quagliato	.	.	.	.	955	.	.	.	.	5.317
Queluz	-1.411	.	.	.	.	-8.289	.	.	.	.
Rodrigues Alves	-267	.	.	.	-2.621	-1.830	.	.	.	-15.379
Santa Amélia	482	-358	.	.	1.959	2.737	-2.037	.	.	11.315
Santa Cruz	.	.	.	.	-6.253	.	.	.	.	-34.767
Santa Maria Guataporanga	.	.	.	.	-1.493	.	.	.	.	-8.937
Santana Agropec	-13.894	.	.	.	.	-82.783	.	.	.	.
São Jerônimo	-5.935	.	.	.	-5.242	-33.580	.	.	.	-29.709
São José	165	-273	.	.	.	1.142	-1.739	.	.	.
Vale do Corumbataí	.	.	.	.	-83	.	.	.	.	-463
Vale do Rio Grande	-4.737	-1.973	.	.	-1.639	-32.244	-13.689	.	.	-11.486
Zillo Lorenzetti	-596	4.099	6.829	-33.186	1.527	-3.573	44.136	79.869	-212.805	9.689

Etapa ①: Açúcar

EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
1997 (18)	1998 (8)	1999 (10)	2000 (10)	2001 (12)	1997 (18)	1998 (8)	1999 (10)	2000 (10)	2001 (12)
-160.173	-32.258	-52.783	-115.991	-29.057	-992.752	-193.860	-325.781	-703.216	-193.379

OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Açúcar	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Agasa	122	.	.	.	.	9.691	.	.	.	.
Carapebus	-3.291	.	.	.	-2.342	-24.527	.	.	.	-15.623
Itapetingui	-2.014	.	.	.	-1.441	-11.583	.	.	.	-9.124
Maravilha	-12.066	.	.	.	.	-74.345	.	.	.	.
N S Lourdes	-10.930	.	.	.	-1.426	-65.899	.	.	.	-8.930
Nova Aliança	.	.	-12.331	.	-10.267	.	.	-70.895	.	-59.362
Nova Tamoio	.	.	.	.	-11.133	.	.	.	.	-68.752

Açúcar	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Agasa	122	.	.	.	.	9.691	.	.	.	.
Olho D'Água	-5.710	-8.075	-11.441	-12.272	-5.417	-33.268	-46.705	-66.530	-72.043	-32.251
Passos	-4.163	.	.	-1.494	-166	-28.069	.	.	-9.156	-1.024
Penápolis	-20.249	.	.	.	.	-135.672	.	.	.	.
Piedade	-15.146	.	.	-19.296	.	-93.195	.	.	-111.185	.
Proveito	-593	.	.	.	.	-3.299	.	.	.	.
Quissaman	-7.429	.	.	.	-5.754	-44.866	.	.	.	-37.001
Refinaria Catarinense	-4.939	-24.851	-32.206	-6.132	-9.338	-29.194	-149.726	-208.864	-39.974	-62.269
Rio Grande	-2.704	-2.577	.	.	-2.241	-17.045	-16.641	.	.	-13.268
Sta Terezinha	403	.	.	.	.	2.486	.	.	.	.
São João B Lysandro	-9.022	.	.	.	.	-53.451	.	.	.	.
União Refin	-57.964	10.583	.	-43.060	.	-374.155	64.292	.	-264.804	.
Monte Alegre	.	.	.	.	-2.387	.	.	.	.	-13.547
Vale Camaragibe	-2.292	-2.166	.	.	.	-13.540	-13.131	.	.	.
Vassouras	-2.185	.	.	.	1.124	-12.581	.	.	.	6.529

Etapa ①: Álcool

EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
1997 (57)	1998 (30)	1999 (32)	2000 (29)	2001 (33)	1997 (57)	1998 (30)	1999 (32)	2000 (29)	2001 (33)
-166.302	-95.414	-99.749	-125.743	-26.922	-1.027.697	-580.511	-620.437	-783.161	-174.832

OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Álcool	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Agromar	-5.313	.	.	.	.	-31.528	.	.	.	.
Agropeu	447	.	264	-1.586	2.768	2.664	.	1.570	-9.357	16.919
Albesa	-220	.	-1.023	-1.205	-676	-1.608	.	-6.224	-7.304	-4.153
Alcidia	-1.220	.	.	-6.402	-16.108	-7.994	.	.	-40.396	-104.873
Alcoazul	-5.238	-6.239	-13.900	-6.189	-7.467	-31.660	-37.243	-88.742	-39.944	-47.985
Alcoeste	.	.	.	.	863	.	.	.	.	5.383

Álcool	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Alcomira	-5.058	-1.322	-1.354	-3.963	-7.276	-32.266	-8.484	-8.785	-26.240	-50.146
Alcon	-975	.	.	-101	1.076	-5.899	.	.	-590	6.307
Álcool Ferreira	.	.	.	.	44	.	.	.	.	252
Alcoolvale	-342	.	.	.	.	11.034	.	.	.	.
Alta Mogiana	.	.	-591	-619	688	.	.	-3.772	-3.918	4.275
Andrade	-562	-8.862	-18.527	.	.	-3.414	-54.644	-114.801	.	.
Anicuns	-1.758	.	.	.	-748	-10.565	.	.	.	-4.789
Aralco	-672	-911	-1.770	-1.127	-399	-4.241	-5.690	-11.059	-7.020	-2.575
Baía Formosa	.	.	.	.	-3.107	.	.	.	.	-19.709
Batatais	-5.434	.	-1.754	.	-7.736	-32.470	.	-10.438	.	-46.917
Benalcool	-1.326	-1.282	.	.	.	-8.137	-7.970	.	.	.
Bernardino Campos	99	.	.	.	.	576	.	.	.	.
Branco Peres	.	.	-84	.	-541	.	.	-503	.	-3.238
Brasil Central	-688	.	-69	-59	.	-3.847	.	-417	-359	.
Casquel	-1.446	.	.	.	.	-9.307	.	.	.	.
Centroalcool	-4	.	-115	.	.	-29	.	-761	.	.
Clealco	-4.039	-6.712	-8.032	.	3.555	-24.346	-40.750	-49.795	.	21.978
Cridasa	-3.788	.	-3.985	.	.	-22.751	.	-24.451	.	.
Dasa	-886	.	-3.541	-900	-410	-7.481	.	-24.101	-6.252	-2.894
Dasa Destilaria	-9.101	.	.	.	.	-52.707	.	.	.	.
Debrasa	.	.	2.107	.	.	.	.	12.094	.	.
Decasa	-132	.	228	.	.	-1.241	.	1.611	.	.
Dedini	-34.376	.	.	.	-5.929	-214.856	.	.	.	-39.417
Denusa	-2.321	.	.	-2.785	.	-14.861	.	.	-17.798	.
Destilaria Bazan	-1.537	-608	-812	-1.684	10.016	-9.607	-3.810	-5.049	-10.426	62.789
Destilaria São Luiz	-8.741	.	.	.	.	-57.833	.	.	.	.
Destivale	-117	.	.	-4.016	-4.364	-748	.	.	-25.802	-25.708
Disa	.	.	.	-12.849	-9.488	.	.	.	-73.959	-56.892
Equipav	-7.824	-8.856	-5.756	.	-17.030	-44.885	-51.191	-33.303	.	-98.270
Galo Bravo	2.668	-3.203	.	-8.956	-6.730	15.929	-18.753	.	-53.353	-40.458
Generalco	-4.388	-1.735	-6.090	-3.129	-2.709	-26.146	-10.415	-37.336	-19.404	-17.094
Gramame	-2.053	-7.557	-5.750	-5.263	801	-12.253	-44.641	-33.341	-30.837	4.662
Jacuípe	-1.992	.	.	.	.	-11.757	.	.	.	.

Álcool	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Jalles Machado	-4.018	-2.515	.	.	-3.644	-24.754	-15.475	.	.	-22.503
Japungu	-1.644	-2.770	-4.922	-7.484	-7.162	-9.940	-17.143	-30.813	-47.842	-45.782
Jardest	-2.718	-2.514	.	-7.308	-4.172	-16.999	-15.726	.	-45.103	-26.398
Lasa Linhares	38	.	336	-	1.246	239	.	2.152	-	7.696
Mandu	-913	-3.619	-10.530	-10.530	-4.379	-5.785	-22.326	-66.017	-66.017	-27.005
Marituba	-	.	.	.	.	-	.	.	.	.
Medasa	-3.458	.	.	.	.	-20.830	.	.	.	.
Medasa	.	.	.	-7.269	.	.	.	.	-45.996	.
Melhoramentos	-801	45	-3.748	-4.877	-821	-4.962	274	-24.488	-29.147	-4.891
Miriri	-8.993	.	.	-4.164	-5.998	-54.992	.	.	-27.063	-39.743
Nova Andradina	-876	.	.	.	.	-5.114	.	.	.	.
Outeiro	-2.446	.	.	-911	-651	-14.024	.	.	-5.824	-4.211
Pagrisa	262	.	-2.182	47	2.413	1.489	.	-12.540	272	13.902
Pau D'Alho	.	.	.	.	-296	.	.	.	.	-2.108
Paulista Tanatex	170	.	.	.	.	1.016	.	.	.	.
Pioneiros	-4.665	-1.853	.	-3.893	4.105	-30.518	-11.907	.	-25.884	26.449
Rezende	.	.	.	.	-371	.	.	.	.	-2.302
Sabaralcoo	-343	-4.503	.	.	-5.396	-2.189	-26.907	.	.	-34.427
Sanagro	.	.	5.426	.	4.660	.	.	32.665	.	27.716
Santa Olinda	-6.690	.	4.221	.	81	-42.475	.	25.325	.	499
Sinop	-	.	-2.409	.	-447	-	.	-17.520	.	-5.731
Sonora Estância	-3.542	.	.	.	-1.650	-20.776	.	.	.	-9.766
Trialcoo	-1.005	.	.	.	.	-6.156	.	.	.	.
Unialco	-3.146	-5.439	-3.109	.	.	-18.932	-33.696	-19.359	.	.
Univalem	-14.406	.	-10.841	-12.178	-7.653	-88.586	.	-68.032	-77.649	-49.379
Usina Colombo	1.724	-4.615	.	.	.	10.664	-28.821	.	.	.
Vale do Ivaí	-2.138	-841	-3.785	.	.	-13.011	-5.134	-23.295	.	.
Vale Verdão	-920	.	.	-6.392	-4.806	-5.834	.	.	-38.102	-28.648
Vale Verde	-184	.	2.345	.	-117	-1.219	.	15.594	.	-782

Etapa ①: Açúcar e Álcool Integrados

EVA (R\$ mil)	MVA (R\$ mil)
---------------	---------------

1997 (92)	1998 (46)	1999 (77)	2000 (83)	2001 (102)	1997 (92)	1998 (46)	1999 (77)	2000 (83)	2001 (102)
-653.747	-402.593	-694.263	-868.310	-192.853	-4.007.523	-2.463.688	-4.269.223	-5.320.912	-1.259.775

OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Cana, Açúcar e Álcool Integrados	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Agrovale	-3.543	-7.710	.	.	-18.424	-22.119	-47.256	.	.	-110.972
Alto Alegre	.	.	.	-1.960	-148	.	.	.	-12.244	-927
Andrade	.	.	.	4.033	-4.190	.	.	.	25.198	-26.812
Baía Formosa	-1.733	.	.	.	.	-11.093	.	.	.	.
Bandeirantes	.	.	.	.	1.233	.	.	.	.	9.824
Barcelos	.	.	.	.	123	.	.	.	.	829
Barra Açúcar Álcool	-14.937	.	-23.278	.	-83.354	-95.554	.	-145.789	.	-545.053
Barra Grande	2.433	.	-25.903	-19.594	12.758	15.643	.	-167.182	-127.784	82.113
Barralcool	-7.920	-10.550	.	.	-8.842	-47.573	-62.663	.	.	-51.288
Bela Vista	-2.258	-1.038	.	.	-2.219	-13.615	-6.149	.	.	-13.221
Benalcool	.	.	.	.	2.006	.	.	.	.	12.753
Bortolo Carolo	-20.113	.	.	.	54.041	-131.416	.	.	.	353.086
Bulhões	.	.	.	.	-1.699	.	.	.	.	-10.318
Caimann	.	.	.	.	-7.108	.	.	.	.	-42.636
Cansanção Sinimbu	-7.513	.	.	.	-17.064	-48.277	.	.	.	-108.821
Catanduva	-5.530	.	.	.	.	-34.010	.	.	.	.
Cerradinho	-3.867	-3.532	.	.	-1.315	-23.126	-21.401	.	.	-8.057
Corona	-26.425	-70.896	-62.251	36.970	-29.586	-177.878	-449.400	-400.061	235.391	-191.375
Coruripe	-16.523	-9.850	-25.980	-29.787	-6.908	-95.935	-57.504	-159.171	-183.675	-43.009
Cosan	.	.	.	.	-4.718	.	.	.	.	-29.246
Costa Pinto	-11.057	-16.718	-24.211	.	-18.260	-68.580	-103.318	-146.853	.	-111.312
Cruangi	-25.053	.	.	.	.	-151.446	.	.	.	.
Cupim	-2.800	.	.	.	-959	-20.119	.	.	.	-6.239
Dulcini	.	.	.	.	9.493	.	.	.	.	60.120
Energ Brasilândia	.	.	.	.	2.308	.	.	.	.	13.397
Ester	-5.216	-5.139	.	.	-10.686	-32.618	-32.001	.	.	-64.611
Estivas	-3.560	-9.526	.	.	410	-21.418	-58.405	.	.	2.524
Furlan	-5.493	.	.	.	2.688	-35.662	.	.	.	16.335
Guarani	-15.934	-7.516	-10.036	-19.348	3.783	-96.706	-45.094	-60.226	-117.857	23.136

Cana, Açúcar e Álcool Integrados	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Ipojuca	-1.676	.	.	.	71	-9.727	.	.	.	430
Irmãos Biagi	-13	-197	1.740	-28.752	-11.820	-81	-1.224	10.628	-174.957	-71.650
Irmãos Franceschi	-22.508	-13.995	.	.	.	-138.419	-87.519	.	.	.
Itaiquara	-24.090	-18.644	.	.	-3.288	-152.813	-122.859	.	.	-20.901
Itamarati	.	.	-76.237	-38.430	-34.519	.	.	-470.030	-237.811	-212.500
J Pilon	-219	60	.	.	-658	-1.387	389	.	.	-3.989
Jaboticabal	-2.456	-2.722	.	.	-3.684	-15.334	-17.042	.	.	-22.519
Jaciara	-2.993	.	.	.	-9.722	-17.796	.	.	.	-59.444
Laginha	.	-23.427	-18.885	.	.	.	-138.319	-110.742	.	.
Leão Irmãos	-20.260	.	.	.	-24.920	-117.084	.	.	.	-149.914
Lincoln Junqueira	.	.	.	.	943	.	.	.	.	5.322
Maracaí	-7.048	.	.	.	268	-44.265	.	.	.	1.675
Maracajú	-7.001	.	.	.	-5.155	-45.182	.	.	.	-30.896
Matary	-6.786	.	.	.	.	-44.444	.	.	.	.
Mendo Sampaio	-5.387	-5.322	.	.	-8.889	-32.313	-32.125	.	.	-56.074
Moreno	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Nello Morganti	.	.	.	.	13.580	.	.	.	.	98.232
Nova América	.	.	40.725	.	.	.	.	246.615	.	.
Ometto	-33.679	.	.	-30.398	-35.514	-202.488	.	.	-181.651	-218.428
Ometto Pavan	-3.359	-3.360	-4.887	-34.068	-13.459	-21.247	-406	-30.943	-219.931	-88.492
Paineiras	.	-958	.	.	-871	.	-6.082	.	.	-5.546
Paredão	.	.	.	.	-5.072	.	.	.	.	-28.455
Passa Tempo	-6.629	92	.	.	-6.337	-39.241	553	.	.	-37.017
Perobálcool	.	.	.	.	-6.601	.	.	.	.	-43.775
Petribu	-510	.	.	.	-5.194	-3.045	.	.	.	-31.759
Pontenovense	2.079	.	.	.	-2.901	13.214	.	.	.	-17.438
Porto Rico	-7.067	.	.	.	-28.500	-40.849	.	.	.	-175.046
Pumaty	4.220	.	.	.	.	25.850	.	.	.	.
Quatá	-4.978	.	.	.	2.109	-31.685	.	.	.	13.565
Santa Adélia	-1.252	-3.022	.	.	-994	-7.547	-18.150	.	.	-6.073
Santa Cruz (RJ)	225	-2.915	.	.	3.357	1.421	-18.207	.	.	20.651
Santa Cruz (SP)	.	.	.	.	5.023	.	.	.	.	28.498
Santa Elisa	-14.987	-41.568	-44.900	-2.158	-27.925	-93.005	-263.699	-280.719	-13.365	-174.167

Cana, Açúcar e Álcool Integrados	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Santa Fé	-638	-1.618	.	.	-458	-4.054	-10.305	.	.	-2.938
Santo Antonio	-6.214	.	.	.	-9.060	-38.478	.	.	.	-55.806
Santo Antonio Açuc	-7.047	-7.790	.	.	-411	-42.370	-47.580	.	.	-2.387
São Domingos	-3.413	-2.218	.	.	524	-21.056	-13.951	.	.	3.154
São Francisco	-1.194	.	.	.	-135	-7.463	.	.	.	-831
São Francisco Indl	-3.235	-4.739	.	.	-2.772	-20.764	-30.139	.	.	-17.873
São Geraldo	-13.621	.	.	.	.	-84.559	.	.	.	.
São João	-30.072	.	.	-59.752	-38.599	-177.776	.	.	-354.547	-227.618
São José (PE)	-3.580	-6.865	.	.	-8.543	-20.781	-40.530	.	.	-51.922
São José (SP)	-306	-369	.	.	-2.787	-1.901	-2.384	.	.	-18.284
São José Estiva	-180	.	.	.	2.829	-1.151	.	.	.	17.676
São Luiz	-256	.	.	.	4.170	-1.544	.	.	.	25.701
São Martinho	-6.505	.	-22.303	-60.993	-55.598	-40.175	.	-135.457	-368.584	-344.642
Serestas	-	.	.	.	.	-	.	.	.	.
Serra	-18.541	-2.341	.	.	.	-120.609	-15.284	.	.	.
Serra Grande	.	.	.	.	226	.	.	.	.	1.330
Terra Nova	.	.	.	.	-1.657	.	.	.	.	-11.176
Trapiche	-9.668	.	.	.	-55	-57.682	.	.	.	-335
Triunfo	-16.086	.	.	.	.	-92.756	.	.	.	.
Unialco	.	.	.	.	-5.300	.	.	.	.	-33.779
União São Paulo	-22.641	-17.060	.	.	-6.705	-132.507	-100.053	.	.	-38.904
Usina Bom Retiro	-3.030	.	.	.	-6.297	-19.092	.	.	.	-37.753
Usina Caeté	-21.254	.	-22.651	-38.362	-1.556	-121.324	.	-130.901	-221.043	-9.184
Usina Colombo	.	.	.	-4.281	13.482	.	.	.	-26.767	83.596
Usina Cresciumal	-3.942	-609	.	.	-5.310	-24.629	-3.809	.	.	-34.429
Usina Delta	-3.095	-2.011	.	.	-24.774	-19.130	-12.437	.	.	-154.096
Usina Ipiranga	.	.	.	.	6.624	.	.	.	.	40.927
Usina Jacarezinho	3.610	.	.	.	-5.484	23.729	.	.	.	-33.017
Usina Junqueira	.	.	.	.	-29.192	.	.	.	.	-181.992
Usina Maluf	.	.	.	.	240	.	.	.	.	1.340
Usina Nova América	-1.027	.	.	-14.779	5.925	-6.618	.	.	-85.388	34.748
Usina Santa Bárbara	-1.132	.	.	.	.	-7.281	.	.	.	.
Usina Santa Helena (GO)	-10.332	.	.	.	-16.816	-63.605	.	.	.	-106.544

Cana, Açúcar e Álcool Integrados	EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
	1997	1998	1999	2000	2.001	1997	1998	1999	2000	2.001
Usina Santa Helena (SP)	-7.934	.	.	.	-8.897	-48.320	.	.	.	-56.718
Usina Santa Lúcia	-2.353	.	.	.	-3.078	-13.865	.	.	.	-17.987
Usina São Manoel	-19.284	.	.	.	-7.880	-115.765	.	.	.	-47.253
Usina Sapucaia	-8.815	-10.335	.	.	-7.156	-51.296	-60.681	.	.	-42.941
Usina Serra Grande	-7.342	.	.	.	.	-42.233	.	.	.	.
Usina União	-9.130	-9.192	.	.	-5.858	-54.661	-55.321	.	.	-35.101
Vale Ceará Mirim	.	.	.	.	-54.338	.	.	.	.	-341.876
Vale do Ivaí	.	.	.	.	-5.162	.	.	.	.	-31.929
Vale do Rosário	631	-7.629	-	-13.287	-17.324	3.894	-47.258	-	-81.781	-107.215
Volta Grande	.	-7.513	.	.	.	.	-43.000	.	.	.
Zillo Lorenzetti	1.357	.	-25.633	-9.982	8.793	8.817	.	-165.218	-64.384	56.382

Total da pesquisa

EVA (R\$ mil)					MVA (R\$ mil)				
1997 (212)	1998 (108)	1999 (159)	2000 (162)	2001 (193)	1997 (212)	1998 (108)	1999 (159)	2000 (162)	2001 (193)
-1.101.088	-643.084	-1.023.152	-1.418.972	-303.146	-6.756.749	-3.915.625	-6.278.007	-8.672.519	-1.978.724

OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Fonte: Medeiros, 2001

5.2 ANÁLISE CRÍTICA SOBRE OS RESULTADOS DA PESQUISA

Como visto anteriormente, pela evolução dos números ao longo do período estudado, mesmo com uma grande degradação de valor e assacado por toda sorte de intempéries macro e microeconômicas, o empreendedor brasileiro, das empresas de agronegócios sucro-alcooleiro, tem lançado mão de inúmeros recursos para reverter esse quadro: aprimoramento de novas tecnologias agrícolas, novos manejos varietais, reinvestimentos, melhoria no parque industrial e produtivo, exportação, consorciamento, inovações tecnológicas, etc.

A contribuição deste trabalho, entre outras, permite estabelecer norteadores estratégicos (**Tabela 7**) como forma de tornar mais eficiente, eficaz e efetiva essa administração do valor, servindo como uma bússola na tomada de decisões estratégicas.

Tabela 7: Estratégias financeiras e direcionadores de valor

Estratégias financeiras	Objetivo estratégico	Direcionadores de valor
Operacionais	Maximizar a eficiência das decisões operacionais, estabelecendo políticas de preços, compras, vendas e estoques, etc. voltadas a criar valor	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento das vendas; • Prazos operacionais de cobrança de pagamentos; • Giro dos estoques; • Margem de lucro.
Financiamento	Através das decisões de financiamento procura-se minimizar o custo de capital da empresa, promovendo o incremento de seu valor de mercado.	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de capital; • Custo de capital próprio; • Custo de capital de terceiros; • Risco financeiro.
Investimento	Implementar estratégias de investimento voltadas a agregar valor aos acionistas através da obtenção de uma taxa de retorno maior que o custo de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento em capital de giro; • Investimento em capital fixo; • Oportunidades de investimentos; • Análise giro <i>versus</i> margem; • Risco operacional.

Fonte: Adaptado de Damodaran (1994), *apud* Assaf Neto

Finalmente, na **Etapa** ②, são apresentadas as conclusões sobre o perfil do setor sucro-alcooleiro, motivo de orgulho da economia nacional.

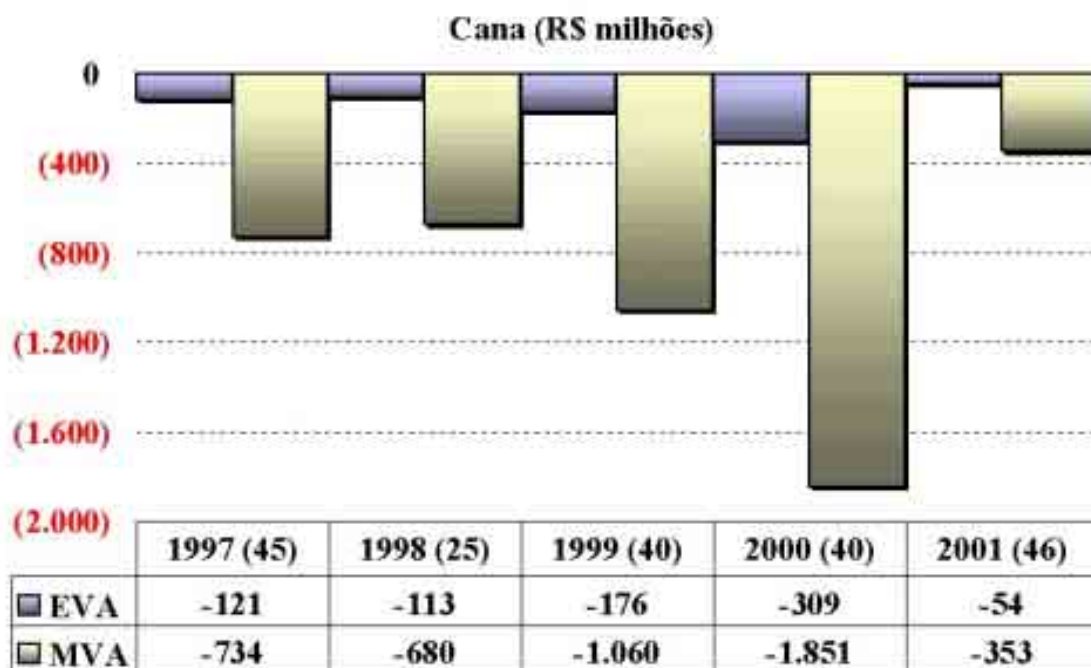
5.2.1 *Agribusiness* canavieiro

Para Veiga Filho (2001), nos anos de 1998 e 1999, a lavoura foi extremamente prejudicada por ser a maior consumidora de recursos numa empresa sucro-alcooleira, como se a mesma pudesse sobreviver sem matéria-prima. Este é um dos maiores erros cometidos pelas empresas endividadas. Quanto mais se abandona a lavoura, menor será o faturamento no futuro e mais investimentos serão necessários para recuperá-las.

Segundo alguns gerentes entrevistados, observando-se o desempenho das empresas do *agribusiness* cana-de-açúcar, cerca de 500 mil hectares ocupados com cana-de-açúcar em todo o país foram abandonados durante a crise atravessada nos últimos anos pelo setor sucro-alcooleiro e ficaram sem receber fertilizantes, insumos básicos e tratos culturais.

Nos últimos dois anos (2000-2001) houve queda na venda de herbicidas para o setor sucro-alcooleiro e também redução nos tratos culturais. No caso de aplicação de herbicidas houve queda de 12,3% de 1997 para 1998; de 1998 para 1999, a queda foi um pouco maior, 27,5%. Na última safra houve um crescimento de 16%, e a tendência é de que esse percentual se mantenha. A falta de tratos culturais provocou a falta de cana, elevando o preço para R\$ 28,00 a tonelada (ÚNICA, 2000). Os desafios agora são outros. A presença de palha sobre a soqueira mudou a flora infestante e aumentou a ocorrência da cigarrinha... a palha é um empecilho para o cultivo mecanizado. Mesmo assim, as mudanças no agrossistema trouxeram benefícios — a compactação do solo na colheita é menos intensa e freqüente, pois as colhedoras não operam em solo úmido, reduzindo a necessidade de escarificação ou subsolagem.

Isso tudo contribuiu, conforme o gráfico seguinte (**Figura 15**), para a destruição de valor no empreendimento nesse setor. Contudo, houve uma grande recuperação nesse último ano da pesquisa (2001), contribuindo para que este setor do *agribusiness* como um todo apresentasse resultados extremamente satisfatórios.



OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Figura 15: Desempenho das empresas do Agribusiness Canavieiro

Fonte: Medeiros, 2001

Para uma empresa sobreviver, mesmo em momentos de crise, a mesma precisa fazer no cotidiano uma profunda análise e quantificação de seus processos agroindustriais. O comprometimento das equipes com indicadores e metas nas diversas fases do processo produtivo poderá trazer outro diferencial competitivo para as empresas.

Novos rumos precisam ser frequentemente traçados e avaliações comparativas devem ser feitas por especialistas que poderão apontar boa parte dos gargalos e também das virtudes da empresa.

Uma dessas mudanças radicais diz respeito à adoção de inovações tecnológicas no processo de produção da matéria-prima no campo. Nesse caso, sobressai a intensificação da mecanização em todas as etapas desse processo, especialmente no centro-sul do País. A prática comum é que parte do plantio é mecanizada, enquanto o carregamento e o transporte já podem ser considerados completamente mecanizados e a colheita passa por um ritmo acelerado de substituição do modo manual para o sistema mecanizado.

Observe o caso da Cia. Agrícola Colombo (**Figura 16**) que apresentava, em meados de 1997, resultados positivos (porém pífios) de criação de riqueza. Até o penúltimo ano vinha apresentando resultados ora positivos, ora negativos. Porém, no último balanço, apresentou uma incrível recuperação e criação de valor, motivo de orgulho para seus sócios e acionistas. Não é necessariamente um caso isolado, outras empresas, que não atingiram resultados positivos, pelo menos reduziram a “destruição” de valor e vêm se ajustando para poderem ser competitivas.

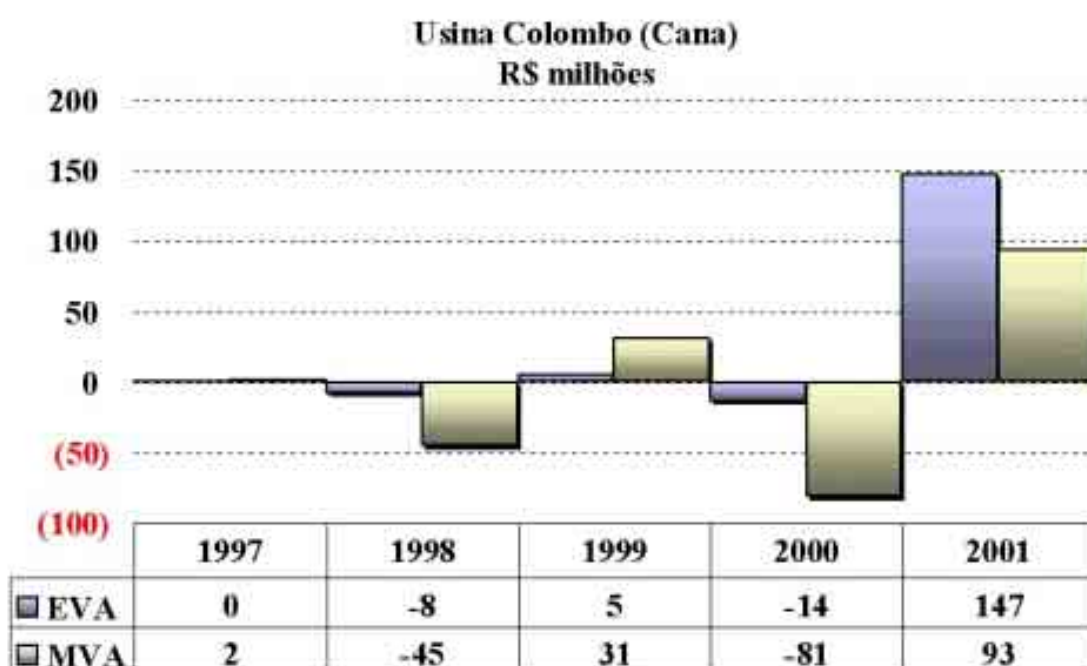


Figura 16: Desempenho da Cia. Agrícola Colombo (Cana-de-açúcar)

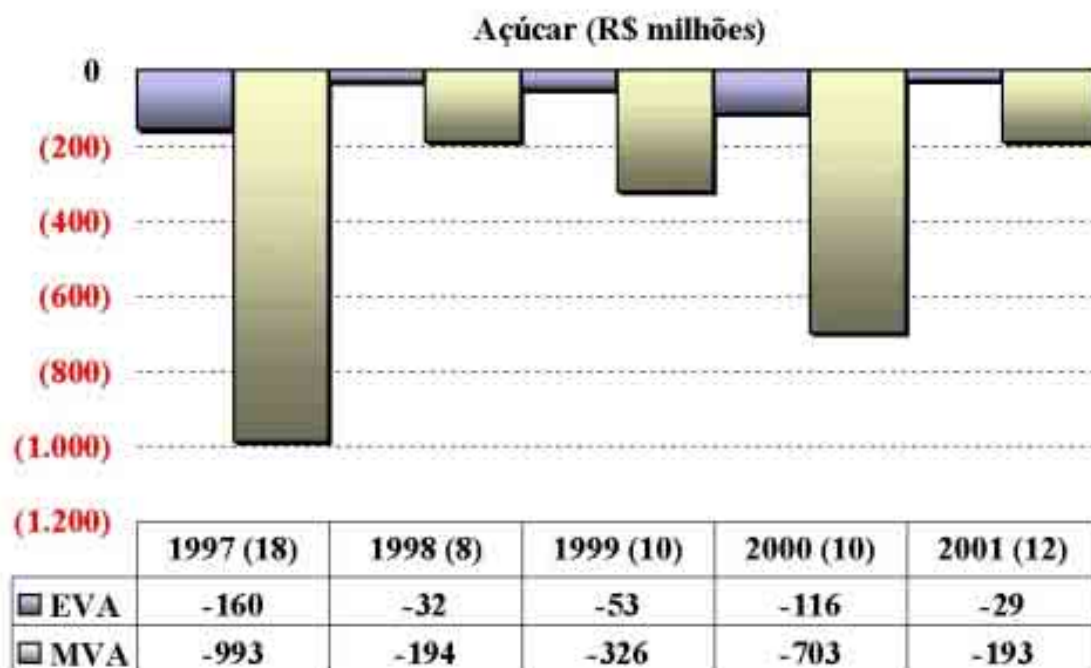
Fonte: Medeiros, 2001

5.2.2 Agribusiness açucareiro

Pelo menos metade da energia necessária para um indivíduo prover seu dia-a-dia pode ser encontrada na natureza, sob a forma de açúcares e amidos. O Brasil, por sua longa relação com a cana, transformou-se no maior produtor e exportador de açúcar de cana do mundo, com os menores custos de produção em consequência do uso de tecnologia e gestão de vanguarda.

Metade da produção brasileira é exportada, o que gerou, em 2000, 1,2 bilhão de dólares para a balança comercial. Exporta-se açúcar branco (refinado), cristal e demerara. Há pelo menos cinco anos a Rússia é o maior cliente do Brasil. No Estado de São Paulo fabrica-se 60% de todo o açúcar brasileiro; o Estado é responsável por 70% das exportações nacionais. Consumem-se, a cada ano, no Brasil, 52 quilos de açúcar *per capita* (a média mundial é de 22 quilos), utilizando a cana plantada em 2,35 milhões de hectares de terra (UNICA, 2000).

Como se pode observar na **Figura 17**, as usinas de açúcar ainda vêm apresentando um resultado global negativo de desempenho econômico devido ao baixo preço do produto final nos últimos anos. O que, em muitos casos, tem compensado esse baixo desempenho por parte das usinas tem sido o álcool, que nos últimos anos teve uma melhor demanda devido às elevações dos preços da gasolina. Ainda, pode-se explicar esse baixo desempenho financeiro com os investimentos em novas tecnologias, novas variedades, reinvestimentos, consolidações, fusões, etc., que são refletidos no último exercício: uma recuperação do setor e uma predisposição para que o setor volte a ser competitivo como dantes.



OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Figura 17: Desempenho das empresas do Agribusiness Açucareiro

Fonte: Medeiros, 2001

Como era esperado, no segmento industrial, percebem-se sinais de transformação organizacional, estrutural e de adoção de inovações tecnológicas, verificados pela constatação de fusões e incorporações de usinas/destilarias, pelo investimento de capital estrangeiro, e mesmo nacional, na aquisição e instalação de unidades industriais no centro-sul do país e pela diversificação da produção e lançamento de novos produtos.

A Refinaria Catarinense (**Figura 18**) apresenta-se de forma interessante. Mesmo não tendo conseguido apresentar resultados de desempenho econômico suficientes nos últimos 5 anos da pesquisa, talvez pelas intempéries da economia, talvez pelos investimentos que ainda não se fizeram aparecer nos balanços contábeis ou quaisquer outros, pôde melhorar seus resultados pela redução de custos e melhoria contínua, buscando outras saídas.

Fica difícil inferir que todo o resultado deveu-se às condições supracitadas, mas mostra claramente que os esforços administrativos na agregação de valor ao

empreendimento, proporcionou uma recuperação vigorosa da empresa e sua conseqüente retomada de controle financeiro.

Procurar realmente compreender o que está acontecendo com as atividades e com o resultado econômico é fundamental — e não é tarefa fácil. A procura por novos sistemas de decisão é cada vez mais intensa.

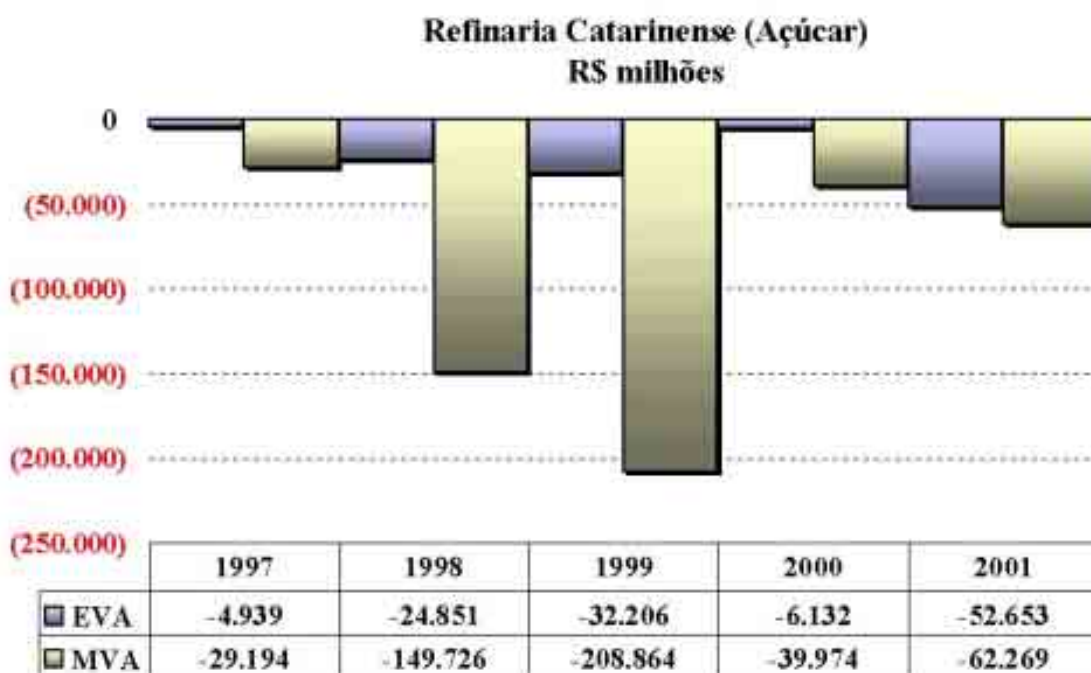


Figura 18: Desempenho da Refinaria Catarinense S.A. (Açúcar)

Fonte: Medeiros, 2001

5.2.3 *Agribusiness* alcooleiro

O álcool é um produto renovável e limpo, que contribui para a redução do efeito estufa e diminui substancialmente a poluição do ar, minimizando os seus impactos na saúde pública. No Brasil, o uso intenso do álcool restringe a emissão de poluentes da crescente frota de veículos, principalmente de monóxido de carbono, óxidos de enxofre e compostos orgânicos tóxicos como o benzeno e compostos de chumbo.

Apesar de ser lembrado como resposta do Brasil às crises do petróleo, o álcool anidro era usado desde os anos 30 como aditivo na gasolina brasileira. Na busca de

autonomia energética, o país desenvolveu o Programa Nacional do Álcool e o pioneiro carro a álcool. Estavam lançadas as raízes de uma capacidade instalada de produção anual de 16 bilhões de litros de álcool, o equivalente a 84 milhões de barris de petróleo/ano. Hoje (2001), o Brasil produz 10,4 bilhões de litros/ano).

Aproximadamente 3 milhões de veículos são movidos a álcool hidratado, consumindo 4,9 bilhões de litros/ano. Usa-se álcool anidro (produção de 5,5 bilhões de litros/ano), na proporção de 22%, como aditivo para a gasolina. Nos últimos 22 anos registrou-se economia de 1,8 bilhão de dólares por ano, com a substituição pelo álcool, do equivalente a 200 mil barris de gasolina/dia (UNICA, 2000).

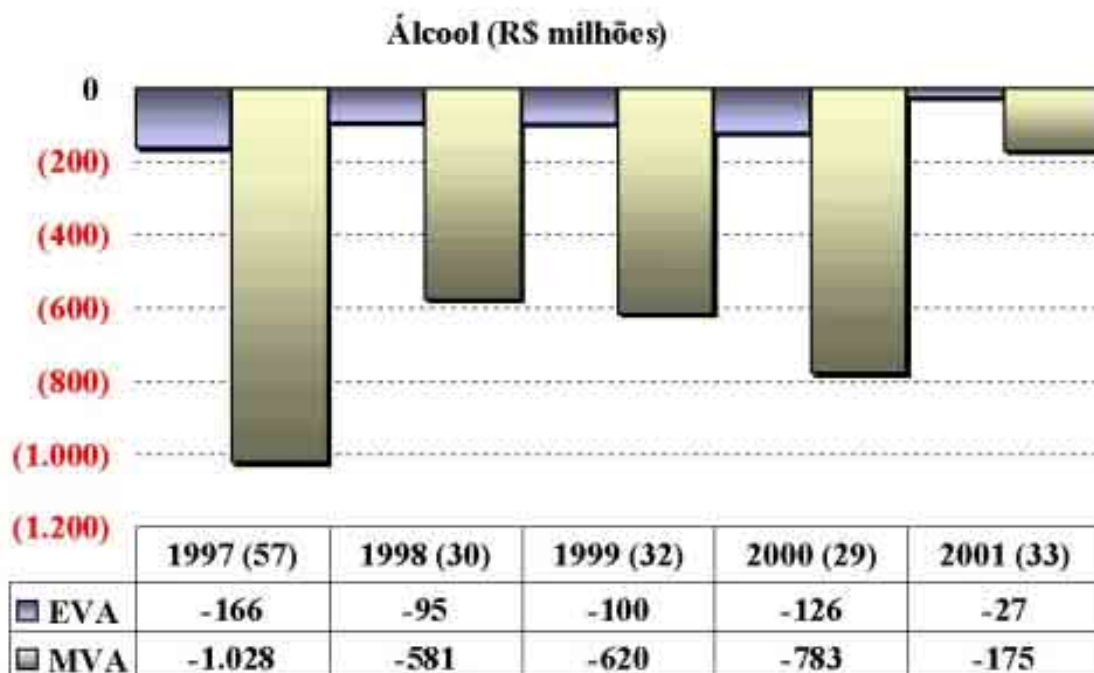
Em 1999, o Cima (Conselho Interministerial do Açúcar e do Álcool) decidiu reduzir em 64,5% o valor do subsídio para o setor e estimular a formação de estoques privados de álcool por meio de uma linha de financiamento do Banco do Brasil. No primeiro dia de liberação completa dos preços do açúcar e do álcool, o conselho autorizou a Petrobrás a comprar cerca de 400 milhões de litros de álcool estocados nas usinas. Tais medidas tinham o objetivo de equilibrar a relação entre a oferta e a demanda do álcool hidratado (combustível), que foi afetada pelo excesso de produção.

O subsídio foi criado para tornar o álcool mais competitivo em relação aos outros combustíveis. A economia feita com a redução dos subsídios foi destinada ao Banco do Brasil, que financiou os estoques privados. Para obter esse crédito, os produtores deram o álcool como garantia real, na proporção de dois litros para cada litro financiado.

A Agência Nacional de Petróleo (ANP) fez um levantamento do álcool estocado nas usinas para a compra do excedente. O governo, rigoroso nesse levantamento, fez auditoria nas usinas e nas empresas.

Os subsídios passaram a ser transferidos diretamente aos produtores, sem passar antes pela intermediação das distribuidoras, como ocorre ainda hoje. A fórmula permitiu que os recursos chegassem de fato aos produtores. O conselho também decidiu que os produtores de regiões mais remotas (Mato Grosso e Mato Grosso do Sul) recebessem um subsídio adicional por um período de cinco anos.

Conforme mostra o gráfico do setor (**Figura 19**), apesar de todos os esforços, as destilarias e usinas de álcool continuam apresentando um resultado global de desagregação de valor.



OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Figura 19: Desempenho das empresas do *Agribusiness* Alcooleiro

Fonte: Medeiros, 2001

Mesmo com essas dificuldades pelas quais passou o setor, a Gramame Industrial e Agrícola S.A. (**Figura 20**), no segmento de álcool, conseguiu apresentar, no último exercício um resultado positivo de criação de valor. Sua recuperação vigorosa demonstra que a erosão ou perda do valor econômico do negócio, a influência dos acionistas e a necessidade de aprimorar a mensuração e melhorar a performance econômica, têm propiciado à empresa uma adaptação às novas realidades do mercado.

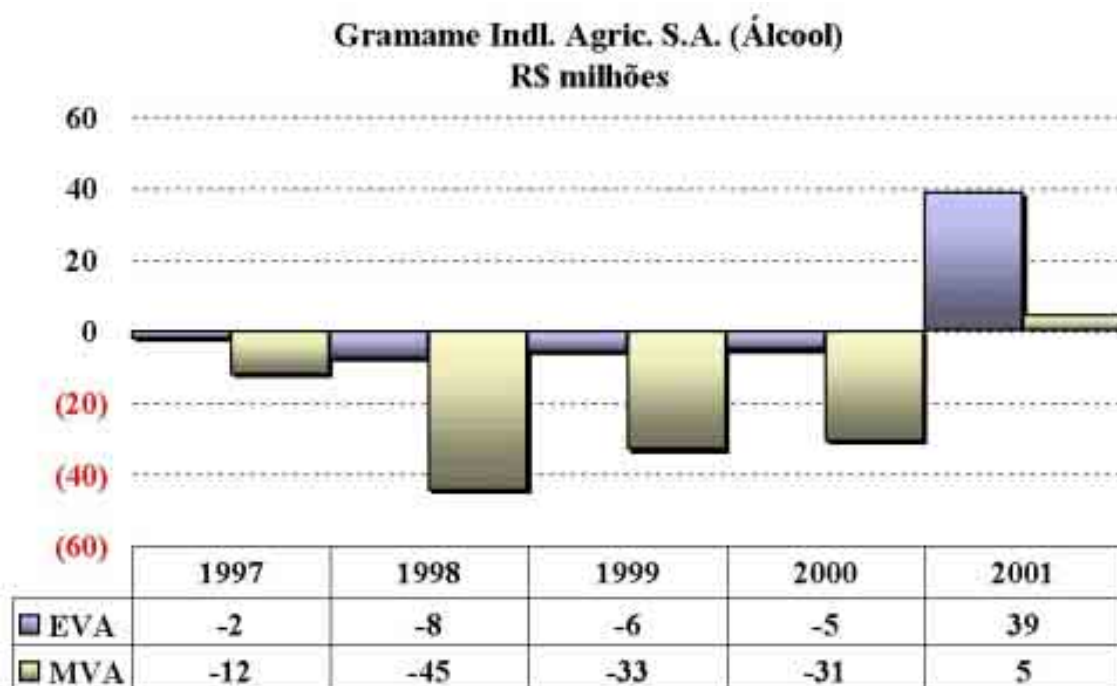


Figura 20: Desempenho da Gramame Industrial e Agrícola S.A. (Álcool)

Fonte: Medeiros, 2001

5.2.4 *Agribusiness* açúcar e álcool integrados

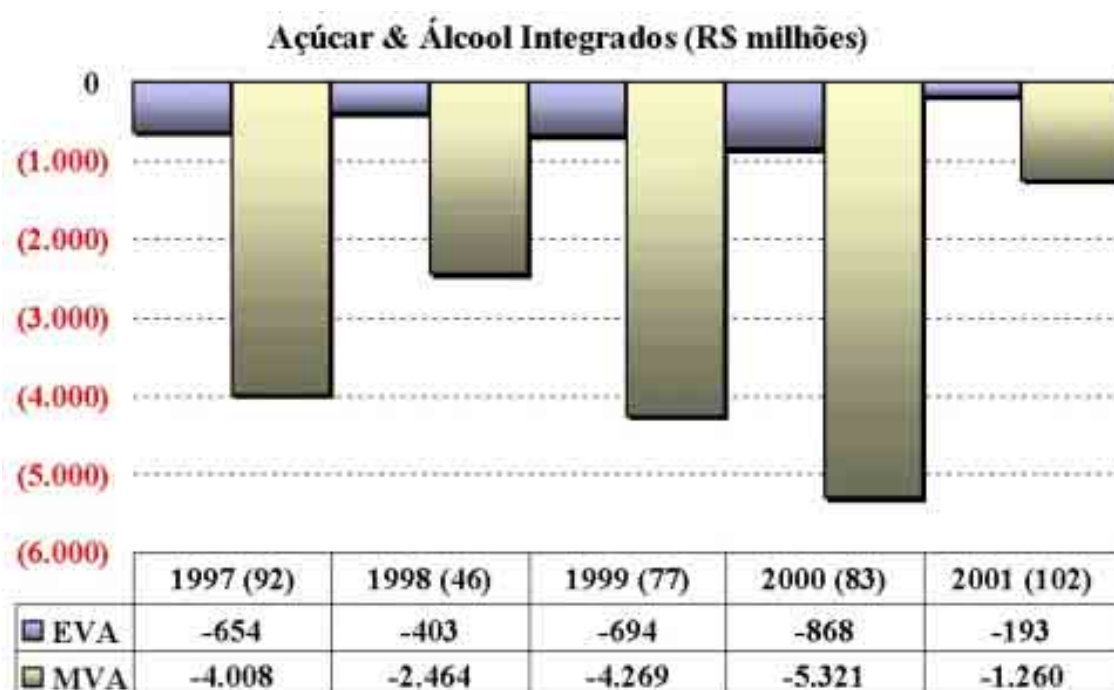
Segundo a ÚNICA (2000) o Estado de São Paulo produz, com tecnologia e gestão avançadas, 60% de todo o açúcar do Brasil. É produto competitivo no mercado internacional, o que torna o Estado responsável por 70% das exportações brasileiras. São Paulo gera ainda 61% da produção brasileira de álcool o que permitiu, nos últimos 22 anos, continuada economia de divisas para o país, ao ritmo médio de 1,8 bilhão de dólares anuais.

Da cana vem também a energia elétrica, co-gerada no processo de queima do bagaço. Para produzir energia sob a forma de alimento, mas também como combustível e energia elétrica, os produtores paulistas empregam de forma direta, no campo e nas usinas, cerca de 400 mil pessoas — 40% do emprego rural do Estado.

Os resultados podem ser observados pela expansão do setor desde a safra 1990/91, quando o Brasil exportou 1,3 milhão de toneladas de açúcar (4% do comércio mundial). As vendas externas cresceram para um patamar médio de 5 a 7 milhões de

toneladas no período mais recente (algo em torno de 20%), o que significa ser o maior exportador mundial na década de 1990, conforme dados do USDA.

O *agribusiness* sucro-alcooleiro (**Figura 21**) tem percebido que as estratégias de “administração baseada no valor” em suas várias empresas tem estimulado o uso mais racional dos recursos, a redução de custos e reinvestimentos. As empresas que raramente pesavam o custo do capital que consumiam viram-se obrigadas a reavaliar seu portfólio: parque fabril, manejo varietal e técnicas agrícolas, novas tecnologias, etc.



OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Figura 21: Desempenho das empresas do *Agribusiness* Sucro-alcooleiro

Fonte: Medeiros, 2001

Pode-se depreender que o desempenho da Açúcar Guarani S.A. (açúcar e álcool integrados, **Figura 22**) deve-se ao uso eficiente dos ativos da empresa e ao capital aplicado no negócio, remunerando o custo de oportunidade do acionista quando comparado com outro investimento com o mesmo risco. Reduzindo as necessidades de capital de giro pode-se aumentar o lucro sem recorrer a capital adicional. A alocação de recursos vem melhorando os resultados e a qualidade dos produtos e serviços tem

adicionado valor. Ainda, é possível realocar recursos em busca de atividades mais rentáveis e eliminar aquelas que não adicionam valor, alienando ou desativando ativos.

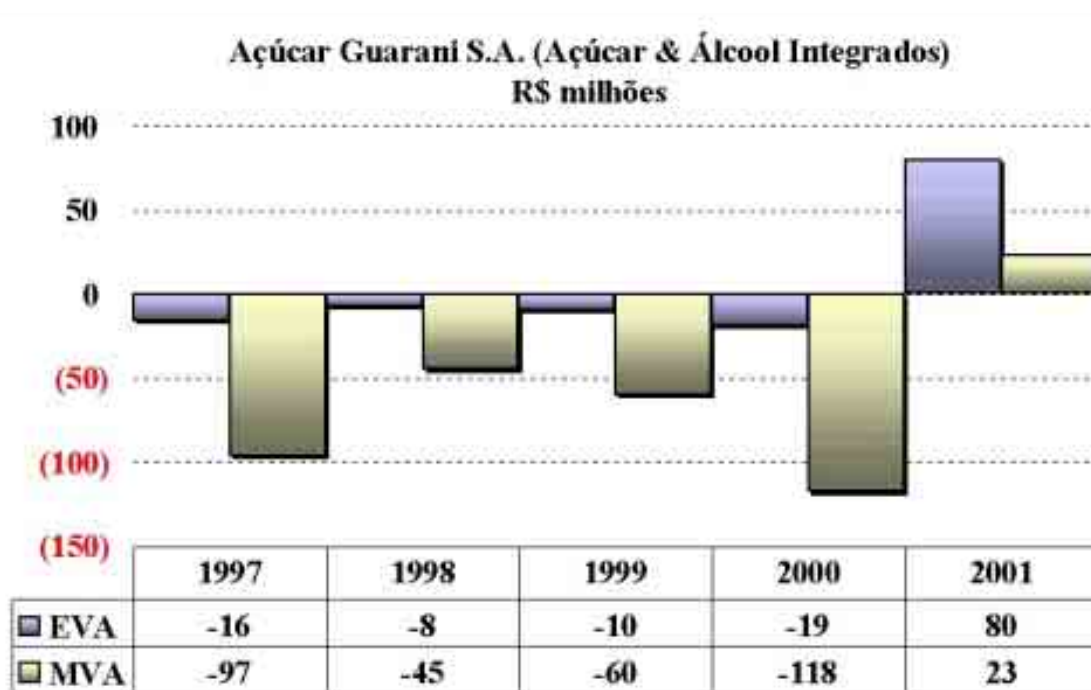


Figura 22: Desempenho da Açúcar Guarani S.A. (Açúcar e Alcool integrados)

Fonte: Medeiros, 2001

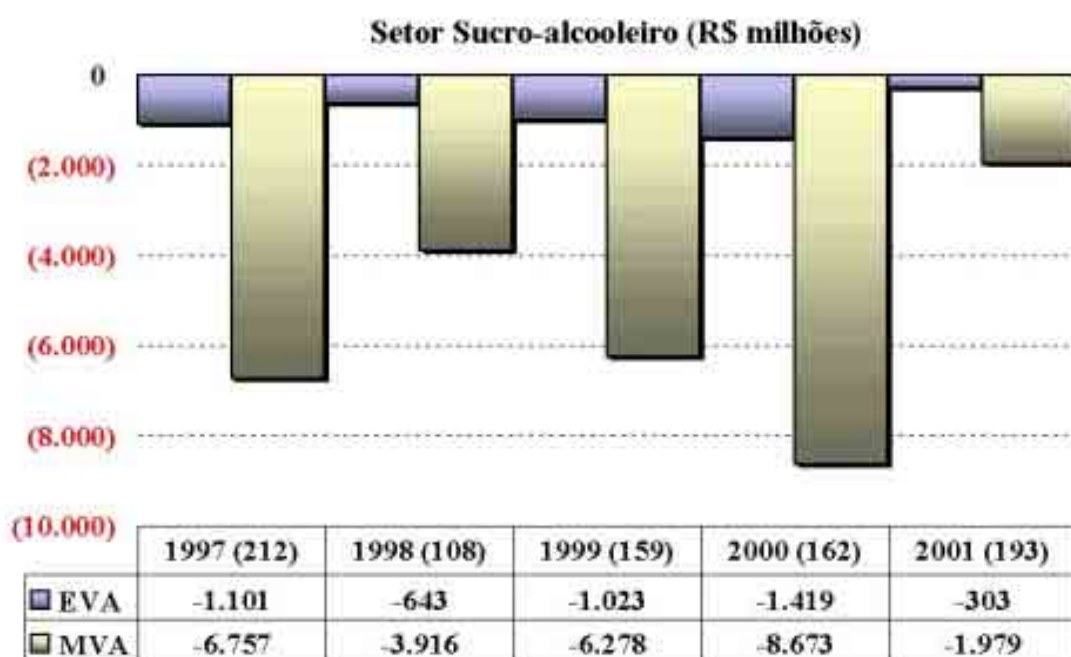
5.3 O AGRIBUSINESS SUCRO-ALCOOLEIRO

Segundo o IEA (2000), a participação do valor das exportações de açúcar em relação ao valor total das exportações brasileiras passou de 2% no início da década de 1990 para 4% no final. Isso significou crescer de US\$ 600 milhões para US\$ 1,9 bilhão, apesar da queda vertiginosa dos preços auferidos por esse produto nos mercados internacionais, os quais acumularam decréscimos de 49% entre 1995 e 1999. Ou seja, de uma média de US\$ 307,9/t, FOB, recebida em 1995, reduziu-se para US\$ 157,5/t, em 1999.

O crescimento desse valor foi, portanto, resultante do aumento no *quantum* das exportações de açúcar. Em 1991 o Brasil colocava no mercado internacional o volume de 1,3 milhão de toneladas, 4% do total exportado no mundo, chegando no final de

1999 a exportar 12,1 milhões de toneladas, uma expressiva participação próxima de 30% do volume de açúcar comercializado nos mercados internacionais.

De uma forma geral, sopesadas todas as intempéries macro e microeconômicas, pode-se observar o comportamento geral do *agribusiness* sucro-alcooleiro como um todo ao longo desses últimos cinco anos da pesquisa (1997-2001) conforme o gráfico da **Figura 23**.



OBS: Os valores entre parênteses referem-se às empresas estudadas.

Figura 23: Desempenho Global das empresas do *Agribusiness* Sucro-alcooleiro

Fonte: Medeiros, 2001

A safra industrial brasileira de 2000/01, em torno de 14,5 milhões de toneladas, contra 19,5 milhões na safra de 1999/00, representa uma redução da ordem de 26%, o que projeta uma quantidade a ser exportada de 5,5 milhões de t. Essa redução, mantido o volume esperado de exportação mundial em 33,0 milhões de t, estaria revelando um *market share* em torno de 17%, bem inferior ao alcançado, embora mais próximo da participação histórica verificada. Ainda estaria revelando, também, uma queda de 55% relativamente ao exportado até o final de 1999 e uma queda de 35% se comparada à quantidade exportada em 1998, que foi de 8,4 milhões de t.

Um pequeno exercício estatístico (Barbeta, 1998), com dados da série 1992 a 1998, simularia um volume para a exportação do açúcar nacional em 9,7 milhões para 2000. Nesse caso, desconsidera-se o nível de exportação da safra passada, já que somente a Rússia importou a quantia de 4,2 milhões de t, muito acima da quantidade normalmente importada por esse país. Com uma variação para menor em 2,1 milhões (valor de um desvio-padrão da série), poder-se-ia esperar um volume mínimo de exportação de 7,6 milhões de t. Comparando-se esta última estimativa com a previsão de 5,5 milhões, a redução seria de quase 30% no potencial brasileiro de participação no mercado internacional (UNICA, 2000).

Os preços praticados no mercado interno estiveram persistentemente superiores aos preços praticados no mercado externo durante todo o ano-safra 1999/00 e as estimativas de perdas de matéria-prima para a safra 2000/01 provocaram alta nos preços domésticos de açúcar e de álcool, influenciando, também, na recuperação recente dos preços externos. Assim, o dilema é como migrar para o mercado interno: visando a garantia de suprimento desses produtos e de rentabilidade empresarial a curto prazo, ou manter a elevada participação no mercado externo, visando a uma estratégia de longo prazo de expansão.

Evidentemente, tal dilema permite uma gama de escolhas entre os extremos, mas o que se quer ressaltar é que a opção para a meta de 5,5 milhões pode significar simplesmente uma exploração menos eficiente dos possíveis caminhos que se apresentam. Corre-se o risco de deixar para trás a árdua conquista de parcelas expressivas dos mercados internacionais de açúcar, concretizada nesta década de 1990.

5.4 NOVOS INDICADORES EMPRESARIAIS

A adoção de indicadores de criação de valor ao acionista, como EVA/MVA proporciona aos administradores a maximização do valor para o acionista. Se não o conseguir, serão pressionados pelo conselho de administração ou pelos acionistas, ou até mesmo pela ameaça de uma aquisição hostil.

Os novos modelos caracterizados pela maximização do valor para o acionista, distribuição pulverizada das dívidas e das ações das empresas e um mercado ativo de disputa pelo controle acionário parece estar intimamente vinculado a um padrão de vida mais alto, a maior produtividade e competitividade e a mercados de capitais mais ativos. Se as organizações cujos modelos econômicos não são baseados na maximização do valor para o acionista derem aos investidores retornos menores do que os que são, lentamente começarão a sentir escassez de capital. Isso ocorrerá à medida que os mercados de capitais caminham na direção da globalização. Um modelo baseado em valor torna-se tão mais importante à medida que o capital adquire mais mobilidade.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (1994),

O primeiro passo para compreender o valor do valor começa com uma discussão a respeito das diferenças na propriedade e no controle das empresas na Alemanha, no Japão e nos EUA. Depois de estabelecido o vínculo entre a maximização do valor para o acionista (MVA), pode-se observar medidas econômicas e sociais incontestáveis: elevado PIB per capita (indicativo do padrão de vida); alta produtividade (indicativo de competitividade internacional) e crescimento da oferta de emprego (indicativo da participação do trabalho). A geração de riqueza para o acionista não surge às custas das outras partes interessadas. Muito pelo contrário. Empresas vencedoras, quando comparadas com seus concorrentes, apresentam maior produtividade, maior aumento na riqueza dos acionistas e maior oferta de emprego. Qualquer que seja o caso, não se pode ignorar esta meta — os administradores precisam medir e gerenciar o valor de suas empresas.

Os efeitos da geração de riqueza são observados quando se analisa o PIB, a produtividade e a criação de empregos. O consumo, a poupança e o investimento em uma economia são captados pelo PIB. Se o PIB *per capita* de uma economia permanece mais alto do que o de outra durante um longo período, a população em geral apresenta melhores condições de vida em termos de suas necessidades materiais. As diferenças em produtividade podem ser explicadas em grande parte pelo nível de globalização de uma determinada indústria. A relação é clara. A globalização reduz as diferenças de

produtividade entre empresas de uma indústria. Se a empresa não for líder em produtividade e se a globalização estiver aumentando na indústria que atua, ter-se-á que aumentar a produtividade para sobreviver.

O vínculo entre o bem-estar material e a produtividade é inequívoco. Se deseja consumir, tem que produzir. Os EUA mantêm sua liderança global em termos de PIB *per capita* por causa de sua liderança global em produtividade

É necessário examinar como o MVA — indicador da criação de valor para o acionista — está sendo relacionado tanto à produtividade como ao PIB. A alteração no MVA é a medida que se usa para a criação de valor. É a alteração do valor de mercado da companhia (dívida e capital acionário) menos a variação do valor contábil do capital investido. Como o valor contábil do endividamento está incluído tanto no valor de mercado total como no valor contábil do capital investido (já que a dívida é uma fonte de recursos investido para compra), a mudança no MVA é a mudança na diferença entre a capitalização em bolsa e o valor contábil do patrimônio líquido ao longo de um determinado período.

CAPÍTULO 6

CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

6.1 CONCLUSÕES

Através dos indicadores de desempenho econômico-financeiro — EVA/MVA — constatou-se que as empresas do *agribusiness* sucro-alcooleiro podem se beneficiar com a incorporação da metodologia com foco na criação de valor ao acionista para se preparar e se posicionar estrategicamente no mercado. Essa percepção da criação (ou destruição) de riqueza permite às empresas analisadas reavaliar seu portfólio de ativos, desonerar ativos que não criam valor, permitir a participação dos funcionários na política de distribuição de valor e garantir a sua continuidade.

Conclui-se, assim, que a gestão com foco nesses indicadores, disponíveis aos empresários, gestores, analistas, investidores e à comunidade financeira em geral, possibilita avaliar, de maneira mais eficaz, com a rapidez que o mercado exige, a mensuração do resultado econômico resultante das estratégias definidas e adotadas pela empresa, diminuindo assim a fragilidade das análises convencionais.

O EVA e o MVA denotam que é preciso estar atento ao fato das empresas, mesmo apresentando na última linha da demonstração de resultados a expressão lucro

podem, na realidade, estar destruindo seu valor e, conseqüentemente, os valores do acionista.

Portanto, a utilização desses indicadores para identificar os reais problemas da empresa na criação ou destruição de valor permite uma análise crítica que oriente as decisões administrativas assegurando a manutenção do patrimônio da empresa para si própria e para garantir e aumentar o lucro econômico, mantendo a fidelidade do acionista.

Este trabalho não tem a pretensão de ser absoluto nem de abarcar o cabedal científico de *valuation*, mas sim servir como um norte, um guia prático para avaliadores de desempenho, investidores e mesmo como uma prestação de contas à sociedade quanto a criação (ou destruição) de riqueza dos empreendimentos em que está inserida.

6.2 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Embora sejam instrumentos de suma importância para avaliação de desempenho na criação (ou destruição) de valor pelas empresas, parâmetros como EVA/MVA devem ser usados com muita atenção, pois requer que todos na empresa conheçam a metodologia. Esses parâmetros, além de predizer se uma empresa cria ou não valor, também são adotados como indicadores de desempenho para distribuição de valor aos empregados pela participação nos lucros e resultados.

Para os gestores de empresas, a recomendação mais importante é que percebam que a criação de valor se dá quando é produzido algo que valha mais do que o valor dos recursos utilizados na sua confecção. Daí a agregação de valor quando os clientes pagam além do valor dos custos despendidos. O valor para uma empresa se dá quando se aumenta o valor agregado, seja tornando os custos mais baixos, seja desenvolvendo produtos mais valiosos para o cliente, seja eliminando processos que não agregam valor, etc.

A utilização desses instrumentos de medida de valor têm como objetivo principal a maximização dos lucros dos detentores de capital, isto é, remunerar os donos do dinheiro. São medidas de desempenho financeiro que denotam mais amiúde do que qualquer outro instrumento o lucro econômico verdadeiro de uma empresa.

As recomendações para trabalhos futuros na utilização e estudos desses indicadores de desempenho — EVA e MVA — residem no fato de:

- Identificar oportunidades de planejamento estratégico para criar riquezas;
- Utilizar EVA para planejamento de capital e orçamento de projetos;
- Estabelecer planos de incentivo para executivos baseados em performances;
- Avaliar processo de aquisição ou desenvolvimento;
- Estabelecer metas de longo prazo;
- Sinalizações de *break-even points* para avaliar zonas de equilíbrio onde a empresa nem cria nem destrói riqueza;
- Análise de fractais para a percepção da simetria na agregação de riqueza sob condições espúrias de mercado;
- Análise de probabilidades quanto às incertezas da economia e da volatilidade do capital;
- Análise de cenários, como forma de previsão de agregação ou destruição de riqueza sob auspícios políticos, econômicos, climáticos, sociais, etc.;
- Análise de agregação de riqueza sob os aspectos da Teoria dos Valores Extremos, que delimitam a curva de experiência na auferição de riqueza;
- Balanço Social, como forma de apresentar o “goodwill” (MVA) para os acionistas, a comunidade e a sociedade em geral;
- Avaliação do Capital Intelectual, no bojo do *goodwill*, onde a capacidade do quociente emocional e intelectual dos funcionários em agregar valor ao empreendimento reforçam a tese da empresa “valorizada”; e
- Avaliação da marca da empresa na agregação de valor.

Para uma aeronave proceder seu plano de vôo com segurança e qualidade o piloto deve confiar totalmente na eficiência dos instrumentos. Nas empresas não é diferente; são necessários inúmeros instrumentos cuja leitura indique se se está ou não na rota certa, se haverá um pouso suave; enfim, que mostrem constantemente a saúde da empresa para que se possa tomar decisões.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARBETA, P. A. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 2.ed. Florianópolis: UFSC, 1998. 283p
- BASTOS, N. T. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração**, São Paulo v.34, n.3, jul./set. 1999. Disponível em: <http://www.risktech.com.br/PDFs/evausp.pdf>. Acessado em 30 nov. 2002.
- BREALEY, R. ; MYERS, S. **Principles of corporate finance**, New York: McGraw-Hill, 1997. 1093p.
- CHEN, S. ; DODD, J. L. Economic value added (EVATM): an empirical examination of a new corporate performance measure. **Journal of Managerial Issues**. Pittsburg, v..9, n. 3, p. 318-333, 1997.
- CHIAVENATO, I. **Administração, teoria, processo e prática**. São Paulo, Makron Books do Brasil, 1987. 416p.
- COPATTO, A. C. **Notas de aula da disciplina diretrizes administrativas**. UNIMEP, 1992. 40p.
- COPELAND, T. E. ; KOLLER, T. ; MURRIN, J. **Valuation. measuring and managing value of companies**, 2.ed. New York: John Wiley and Sons, 1994. 550p.
- COPELAND, T. E. Why value value? **The McKinsey quarterly**, Chicago, n.4, p. 97-109, 1994.
- DAMODARAN, A. **Corporate Finance Project: a help manual**.. Disponível em: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/project/prhelp.htm#corpgov. Acessado em: 17 nov. 2000.

DAMODARAN, A. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. New York, Cloth, 1994, 464p.

DE VILLIERS, J. The distortions in economic value added (EVA) caused by inflation. **Journal of Economics & Business**. Philadelphia, v. 49, n.3, p. 285-300, May./June 1997.

DODD, J. L.; CHEN, S. EVA: A new panacea? **B&E Review**. West Virginia, July./Sept., p.26-28, 1996.

EDVINSSON, L. & MALONE, M. S. **Intellectual capital**, London: Piatkus. 1997. 240p.

GAZETA Mercantil, Balanço Anual, Ano XXI, n 21, out.1997, p.154-155, p.348-352.

GAZETA Mercantil, Balanço Anual, Ano XXII, n 22, jun.1998, p.146-147, p.340-342.

GAZETA Mercantil, Balanço Anual, Ano XXIII, n 23, jun.1999, p.98-200, p.374-376.

GAZETA Mercantil, Balanço Anual, Ano XXIV, n 24, jul.2000, p.156-158, p.324-325.

GAZETA Mercantil, Balanço Anual, Ano XXV, n 25, jul.2001, p.290-291, p.522-526.

GIACOMETTI, Celso A. **Quanto vale uma empresa?** a resposta já não é tão simples. Disponível em:

http://www.cidadeinternet.com.br/bra/cidadebiz/bizarticle/0,2375,57_2_9187_1,00.html

. Acessado em: 17 nov. 2000.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed.. São Paulo, Harbra, 1997, 841p.

HAMEL, G. ; PRALAHAD, C. K. **Competing for the future**, New York: Harvard Business School Press, 1994, 384p.

HAMEL, G.; EHRBAR, A. Debate: Duking it out over EVA. **Fortune**, New York, v. 136, n.. 3, p.232, 1997.

IEA. **O dilema da “Escolha de Sofia” nas exportações de açúcar pelo Brasil**. Disponível em: www.iea.sp.gov.br/acucar.htm. Acessado em: 12 mai. 2000.

KASSAI, José Roberto et al.. **Retorno de Investimento, abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Atlas, 2000, 256p.

KOLLER, T. What is value-based management?. **The McKinsey Quarterly**, Chicago, n.3, p.87-101, 1994.

MÄKELÄINEN, E.. **Economic Value Added as a management tool**. Helsinki, 1998. 79p. Master's Thesis — Helsinki School of Economics and Business Administration.

MALVESSI, O. **Conhecendo um pouco o EVA, criação de valor adicionado ao acionista**. Disponível em: <http://www.oscarmalvessi.com.br/outrosartigos.html>. Acessado em: 22 dez. 2000a.

MALVESSI, O. Criação ou destruição de valor ao acionista. **Revista Conjuntura Econômica**, v.54, n.1, jan. 2000. São Paulo., Brasil. Disponível em: <http://www.oscarmalvessi.com.br/conjuntura.html>. Acessado em: 22 dez. 2000b.

MALVESSI, O.. Empresas criam ou destroem riquezas. **Jornal Gazeta Mercantil**, p.A-3, seção de Comentários e Perspectivas de 26/10/1999. Disponível em: <http://www.oscarmalvessi.com.br/gazeta.html>. Acessado em: 22 dez. 2000.

MARSHALL, A. **Principles of economics**. New York: MacMillan & Co., 1890. v.1

MYERS, R. Metric Wars. **CFO: The Magazine for Senior Financial Executives**, v. 12, n. 10, Oct. 1996, p. 41-50.

NONAKA, I., TAKEUCHI, H. **The knowledge-creating company**. Oxford: Oxford University Press, 1995. 304p.

NUNES Jr, D. Diferenciais comparativos na agroindústria canavieira. **STAB: Açúcar, Álcool e Subprodutos**. Piracicaba, v.19, n. 3, jan./fev., 2001. Disponível em: http://www.udop.com.br/estatistica/materias/est_20_04_01.htm. Acessado em: 15 jul. 2001.

PORTER, M. **Competitive strategy**. New York: Free Press, c1980, 396p.

PRUSAK, L. **Knowledge in organizations**. Boston: Butterworth-Heinemann, 1997, 240p.

RAPPAPORT, A. **Creating shareholder value**. New York: The Free Press, 1986. 205p.

RAPPAPORT, A. Selecting strategies that create shareholder value. **Harvard Business Review**. Boston, p.139-149, may/june 1981.

ROSS, S. A. ; WESTERFIELD, R. W. ; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995, 698p.

RUDIO, F. V.. **Introdução ao projeto de pesquisa científica**. Petrópolis: Vozes, 1986. 144p.

SHANK, J. K. ; GOVINDARAYAN, V. **Strategic cost management: the new tool for competitiveness**. New York: The Free Press. 1993, 271p.

SIEMENS. **Quando lhe falam em Eva... Pensa logo em Adão, no paraíso? Se sim este artigo é dedicado a si**. Siemens, Artigo Top +, Newsletter Diálogo 16 de Junho de 2001. Disponível em: <http://www.siemens.pt/pt/novidades/artigo.asp?ID=0016014>. Acessado em: 21 set. 2001.

SOMOGGI, L. Quem está realmente produzindo riquezas? **EXAME**, São Paulo: Ed. Abril, p. 56-58, 10/09/1997.

STERN STEWART & Co. **The EVA company**. Disponível em: www.sternstewart.com. Acesso em: 22 may. 1999.

STERN, J. M. ; STEWART III, G. ; CHEW, D. H. The EVATM financial management system, **Journal of Applied Corporate Finance**. New York, v.8, n.2, 1995.

STERN, J. M. and CHEW, D.H. **The revolution in corporate finance**, 3.ed. Madden, MA.: Blackwells, 1998, 520p.

STERN, J. M. Stern Stewart EVA roundtable, **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v.7, n.2, p.46, 1994.

STEWART, G. B. **The quest for value: The EVA management guide**. New York: Harper Business, 1991. 761p.

STEWART, G. B. **The quest for value**. Harper Business, New York, Harper Collins Publishers, 1991.

STEWART, T. A. **Intellectual capital**, London: Nicholas Brealey Publishing, 1997. 288p.

THE ECONOMIST. Métodos para medir valor agregado viram moda. **Gazeta Mercantil**, p.C-8, 13/08/1997a.

THE ECONOMIST. Valuing companies: A star to sail by. **The Economist**. August 2nd 1997b, p.57-59.

UNICA. **Na origem, a cana-de-açúcar.** Disponível em: http://www.unica.com.br/cana_de_acucar/cana-de-acucar.htm. Acessado em: 30 mai. 2000.

VEIGA FILHO, A. de A **Panorama das exportações de açúcar brasileiro.** Disponível em: <http://www.iea.sp.gov.br/ana-acuc0201.htm>. Acessado em: 12 jun. 2001.

WONNACOTT, P, et al.. **Economia.** São Paulo: McGraw-Hill, 1982, 716p.

ANEXO 1: As empresas estudadas do *agribusiness* sucro-alcooleiro

Cana-de-açúcar:

nº	Abreviatura	Empresa (Cana-de-açúcar)	UF
1	Agr Pedro Ometto	Cia. Agrícola Pedro Ometto	SP
2	Agrícola Colombo	Cia. Agrícola Colombo	SP
3	Agrícola Diamantina	Empresa Agrícola Diamantina S.A.	SP
4	Agrícola Quatá	Cia. Agrícola Quatá	SP
5	Agropav	Agropav Agropecuária Ltda.	SP
6	Agrovale/Vale do Tietê	Agro Pecuária Vale do Tietê S.A.	SP
7	Águas Claras	Águas Claras Agropecuária S.A.	SP
8	AJC	AJC Agropecuária S.A.	SP
9	Anel Viário	Agropecuária Anel Viário S.A.	SP
10	Apecarb	Apecarb Agro Pec Carvalho Britto S.A.	ES
11	Bazan	Agropecuária Bazan S.A.	SP
12	BNT	Bonfim Nova Tamoio BNT Agrícola Ltda.	SP
13	Boa Vista	Agro Pecuária Boa Vista S.A.	SP
14	Bom Retiro	Agropecuária Bom Retiro S.A.	SP
15	Campanário	Cia. Agrícola Pastoril Campanário	SP
16	Campo Alto	Agro Pecuária Campo Alto S.A.	SP
17	Capivara	Capivara Agropecuária S.A.	SP
18	Capuava	Agropecuária Capuava S.A.	SP
19	Case	Case Coml. Agrícola Sertãozinho Ltda.	SP
20	Castell	Castell Cia. Agrícola Stella	SP
21	Cresciumal	Agropecuária Cresciumal S.A.	SP
22	Debelma	Cia. Agrícola Debelma	SP
23	Delta	Cia. Agrícola Delta	MG
24	Fazenda Palmeiras	Cia. Agrícola Fazenda Palmeiras	SP
25	Foz do Mogi	Foz do Mogi Agrícola S.A.	SP
26	Furlan	Agro Pecuária Furlan S.A.	SP
27	Guanabara	Guanabara Agro Industrial S.A.	SP
28	J O	J O Agropecuária S.A.	SP
29	Jacarezinho	Cia. Canaveira Jacarezinho	SP
30	Laginha	Laginha Agro Industrial S.A.	AL
31	Lagrisa	Lagrisa Linhares Agrocomercial Ltda.	ES

nº	Abreviatura	Empresa (Cana-de-açúcar)	UF
32	Luiz Zillo	Cia. Agrícola Luiz Zillo e Sobrinhos	SP
33	Monte Alegre	Monte Alegre Agrícola Ltda.	PB
34	Monte Sereno	Monte Sereno Agrícola S.A.	SP
35	N Sra do Carmo	Agropecuária Nossa Senhora do Carmo S.A.	SP
36	Norte Paraná	Cia. Melhoramentos Norte Paraná	SP
37	Nova América Cana	Cia. Agrícola Nova América Cana	SP
38	Nova Louzã	Agro Pecuária Nova Louzã S.A.	SP
39	Olímpia	Olímpia Agrícola Ltda.	RJ
40	Orlando Chesini Ometto	Cia. Agrícola Orlando Chesini Ometto	SP
41	Piratininga	Agropecuária Piratininga S.A.	SP
42	Planagri	Planagri S.A.	GO
43	Pontal Agropecuária	Pontal Agro Pecuária S.A.	SP
44	Quagliatto	Agropecuária Quagliatto S.A.	SP
45	Queluz	Cia. Agrícola Queluz	SP
46	Rodrigues Alves	Cia. Agrícola Rodrigues Alves	SP
47	Santa Amélia	Cia. Agrícola Santa Amélia	SP
48	Santa Cruz	Agrícola Pastoril Santa Cruz S.A.	SP
49	Santa Maria Guataporanga	Agropecuária Santa Maria Guataporanga S.A.	SP
50	Santana Agropecuária	Agro Pecuária Santana S.A.	SP
51	São Jerônimo	Cia. Agrícola São Jerônimo	SP
52	São José	Agro Pecuária São José S.A.	SP
53	Vale do Corumbataí	Agro Pecuária Vale do Corumbataí S.A.	SP
54	Vale do Rio Grande	Agro Pecuária Vale do Rio Grande S.A.	MG
55	Zillo Lorenzetti	Cia. Agrícola Zillo Lorenzetti	SP

Açúcar:

nº	Abreviatura	Empresa (Açúcar)	UF
1	Agasa	Açúcar Gaúcho S.A.	RS
2	Carapebus	Usina Carapebus S.A.	RJ
3	Itapetingui	Usina Itapetingui Ind. Açúc. S.A.	BA
4	Maravilha	Usina Maravilha S.A.	PE
5	N Sra Lourdes	Usina Central Nossa Senhora de Lourdes S.A.	PE
6	Nova Aliança	Nova Aliança S.A.	BA
7	Nova Tamoio	Açucareira Nova Tamoio S.A.	SP
8	Olho D'Água	Usina Central Olho D'Água S.A.	PE
9	Passos	Usina Açucareira Passos S.A.	MG
10	Penápolis	Cia. Açucareira Penápolis	SP
11	Piedade	Refinaria Piedade S.A.	RJ
12	Proveito	Usina Proveito S.A.	SE

nº	Abreviatura	Empresa (Açúcar)	UF
13	Quissaman	Cia. Engenho Central Quissaman	RJ
14	Refinaria Catarinense	Refinaria Catarinense S.A.	SC
15	Rio Grande	Cia. Açucareira Rio Grande	MG
16	Santa Terezinha	Cia. Indl. Agrícola Santa Terezinha	SP
17	São João B Lysandro	Usina São João B Lysandro S.A.	RJ
18	União Refinadores	Cia. União Refinadores Açúcar e Café	SP
19	Usina Monte Alegre	Usina Monte Alegre S.A.	PB
20	Vale do Camaragibe	Cia. Agroindl. Vale do Camaragibe	AL
21	Vassouras	Usina Vassouras S.A.	SE

Álcool:

nº	Abreviatura	Empresa (Álcool)	UF
1	Agromar	Agromar Agro Indl. Marcoalhado S.A.	RN
2	Agropeu	Agropeu Agro Indl. de Pompeu S.A.	MG
3	Albesa	Albesa Alcooleira Boa Esperança S.A.	ES
4	Alcidia	Destilaria Alcidia S.A.	SP
5	Alcoazul	Álcool Azul S.A.	SP
6	Alcoeste	Alcoeste Destilaria Fernandópolis S.A.	SP
7	Alcomira	Alcomira S.A.	SP
8	Alcon	Alcon Cia. Álcool Conceição da Barra	ES
9	Alcool Ferreira	Álcool Ferreira S.A.	SP
10	Alcoolvale	Alcoolvale Destilaria Vale Rio Quitéria S.A.	MS
11	Alta Mogiana	Usina Alta Mogiana S.A. Açúcar e Álcool	SP
12	Andrade	Destilaria Andrade S.A.	SP
13	Anicuns	Anicuns S.A. Álcool e Derivados	GO
14	Aralco	Araçatuba Álcool S.A.	SP
15	Baía Formosa	Destilaria Baía Formosa S.A.	PE
16	Batatais	Usina Batatais S.A. Açúcar e Álcool	SP
17	Benalcool	Destilaria Benalcool S.A.	SP
18	Bernardino de Campos	Destilaria Bernardino de Campos S.A.	SP
19	Branco Peres	Branco Peres Álcool S.A.	SP
20	Brasil Central	Destilaria Brasil Central S.A.	GO
21	Casquel	Casquel Agricultura Industrial S.A.	PR
22	Centroalcool	Centroalcool S.A.	GO
23	Clealco	Clealco Açúcar e Álcool S.A.	SP
24	Cridasa	Cridasa Cristal Destilaria Aut. Álcool S.A.	ES
25	Dasa	Dasa Destilaria Álcool Serra Aimorés S.A.	MG
26	Debrasa	Usina Brasilândia Açúcar e Álcool Ltda.	MS
27	Decasa	Decasa Destilaria Álcool Caiuá S.A.	SP

nº	Abreviatura	Empresa (Álcool)	UF
28	Dedini	Dedini S.A. Agro Industrial	SP
29	Denusa	Denusa Destilaria Nova União S.A.	DF
30	Destilaria Bazan	Usina Bazan S.A.	SP
31	Destilaria São Luiz	São Luiz Agroindustrial S.A.	PE
32	Destivale	Destilaria Vale Tietê S.A.	SP
33	Disa	Disa Destilaria Itaúna S.A.	ES
34	Equipav	Equipav S.A. Açúcar e Álcool	SP
35	Galo Bravo	Galo Bravo S.A. Açúcar e Álcool	SP
36	Generalco	Destilaria Generalco S.A.	SP
37	Gramame	Gramame Indl. Agrícola S.A - Giasa	PB
38	Jacuípe	Destilaria Jacuípe S.A.	PE
39	Jalles Machado	Jalles Machado S.A. Açúcar e Álcool	GO
40	Japungu	Japungu Agroindustrial S.A.	PB
41	Jardest	Jardest S.A. Açúcar e Álcool	SP
42	Lasa Linhares	Lasa Linhares Agroindustrial S.A.	ES
43	Mandu	Usina Mandu S.A.	SP
44	Marituba	Agro Indl. Marituba Ltda.	AL
45	Medasa	Medeiros Neto Destilaria de Álcool Ltda.	BA
46	Melhoramentos	Destilarias Melhoramentos S.A.	SP
47	Miriri	Destilaria Miriri S.A.	PB
48	Nova Andradina	Destilaria Nova Andradina S.A.	SP
49	Outeiro	Destilaria Outeiro S.A.	RN
50	Pagrisa	Pará Pastoril Agrícola S.A.	PA
51	Pau D'Alho	Destilaria Pau D'Alho S.A.	SP
52	Paulista Tanatex	União Química Paulista Tanatex S.A.	SP
53	Pioneiros	Destilaria Pineiros S.A.	SP
54	Rezende	Rezende S.A. Álcool e Açúcar	RJ
55	Sabaralcoo	Sabaralcoo S.A. Açúcar e Álcool	PR
56	Sanagro	Santana Agro Industrial Ltda.	SE
57	Santa Olinda	Usina Santa Olinda S.A. Açúcar e Álcool	CE
58	Sinop	Sinop Agro Química S.A.	MT
59	Sonora Estância	Cia. Agrícola Sonora Estância	MS
60	Trialcool	Trialcool Álcool Triângulo S.A.	MG
61	Unialco	União de Álcool S.A.	SP
62	Univalem	Univalem S.A. Açúcar e Álcool	SP
63	Usina Colombo	Usina Colombo S.A. Açúcar e Álcool	SP
64	Vale do Ivaí	Vale do Ivaí S.A. Açúcar e Álcool	PR
65	Vale Verdão	Vale Verdão S.A. Açúcar e Álcool	SP
66	Vale Verde	Vale Verde S.A. Indústria e Comércio	SP

Cana, Açúcar e Álcool integrados:

nº	Abreviatura	Empresa (Cana, Açúcar e Álcool integrados)	UF
1	Agrovale	Agroindústrias Vale São Francisco	BA
2	Alto Alegre	Usina Alto Alegre S.A. Açúcar e Álcool	BA
3	Andrade	Destilaria Andrade S.A.	SP
4	Baía Formosa	Destilaria Baía Formosa S.A.	RN
5	Bandeirantes	Açúcar e Álcool Bandeirantes S.A.	PR
6	Barcelos	Cia. Açucareira Usina Barcelos	RJ
7	Barra Açúcar e Álcool	Usina da Barra S.A. - Açúcar e Álcool	SP
8	Barra Grande	Usina Barra Grande de Lençóis S.A.	SP
9	Barralcool	Barralcool Usina da Barra S.A.	MT
10	Bela Vista	Usina Açucareira Bela Vista S.A.	SP
11	Benalcool	Benalcool Açúcar e Álcool S.A.	SP
12	Bortolo Carolo	Açucareira Bortolo Carolo S.A.	SP
13	Bulhões	Cia. Usina Bulhões	PE
14	Caimann	Caimann S.A.	MA
15	Cansanção de Sinimbu	Usina Cansanção de Sinimbu S.A.	AL
16	Catanduva	Usina Catanduva S.A. Açúcar e Álcool	SP
17	Cerradinho	Usina Cerradinho Açúcar e Álcool S.A.	SP
18	Corona	Açucareira Corona S.A.	SP
19	Coruripe	Usina Coruripe S.A. Açúcar e Álcool	AL
20	Costa Pinto	Usina Costa Pinto S.A. Açúcar e Álcool	SP
21	Cruangi	Usina Cruangi S.A.	PE
22	Cupim	Cia. Açucareira Usina Cupim	RJ
23	Dulcini	Dulcini S.A.	SP
24	Energética Brasilândia	Energética Brasilândia Ltda.	MS
25	Ester	Usina Açucareira Ester S.A.	SP
26	Estivas	Usina Estivas S.A.	RN
27	Furlan	Usina Açucareira Furlan S.A.	SP
28	Guarani	Açúcar Guarani S.A.	RJ
29	Ipojuca	Usina Ipojuca S.A.	PE
30	Irmãos Biagi	Irmãos Biagi S.A. Açúcar e Álcool	SP
31	Irmãos Franceschi	Irmãos Franceschi Ltda. Agro Indl. e Coml.	SP
32	Itaiquara	Usina Itaiquara Açúcar e Álcool S.A.	SP
33	Itamarati	Usinas Itamarati S.A.	MT
34	J Pilon	J Pilon S.A. Açúcar e Álcool	SP
35	Jaboticabal	Usina Açucareira de Jaboticabal S.A.	SP
36	Jaciara	Usina Jaciara S.A.	MT
37	Laginha	Laginha Agro Industrial S.A.	AL
38	Leão Irmãos	Leão Irmãos Açúcar e Álcool S.A.	AL

nº	Abreviatura	Empresa (Cana, Açúcar e Álcool integrados)	UF
39	Lincoln Junqueira	Cia. Agro Pecuária Lincoln Junqueira	PR
40	Maracaí	Usina Maracaí S.A. Açúcar e Álcool	SP
41	Maracajú	Usina Maracaju S.A.	MS
42	Matary	Usina Matary S.A.	PE
43	Mendo Sampaio	Mendo Sampaio S.A. Usina Roçadinho	AL
44	Moreno	Agrícola Moreno Ltda.	SP
45	Nello Morganti	Ibaté S.A.	SP
46	Nova América	Usina Nova América S.A.	SP
47	Ometto	Cia. Indl. e Agrícola Ometto	SP
48	Ometto Pavan	Ometto Pavan S.A. Açúcar e Álcool	SP
49	Paineiras	Usina Paineiras S.A. Açúcar e Álcool	ES
50	Paredão	Usina Açucareira Paredão S.A.	SP
51	Passa Tempo	Agro Indl. Passa Tempo S.A.	MS
52	Perobálcool	Perobálcool Ind. Açúcar e Álcool Ltda.	PR
53	Petribu	Usina Petribu S.A.	PE
54	Pontenovense	Cia. Agrícola Pontenovense	MG
55	Porto Rico	Indl. Porto Rico S.A.	AL
56	Pumaty	Usina Pumaty S.A.	PE
57	Quatá	Açucareira Quatá S.A.	SP
58	Santa Adélia	Usina Santa Adélia S.A.	SP
59	Santa Cruz (RJ)	Usina Santa Cruz S.A.	RJ
60	Santa Cruz (SP)	Usina Açucareira Santa Cruz S.A.	SP
61	Santa Elisa	Usina Santa Elisa S.A.	SP
62	Santa Fé	Usina Santa Fé S.A.	SP
63	Santo Antonio	Usina Santo Antonio S.A.	SP
64	Santo Antonio Açuc	Central Açuc. Santo Antonio S.A.	SP
65	São Domingos	Usina São Domingos Açúcar e Álcool S.A.	AL
66	São Francisco	Usina São Francisco S.A.	SP
67	São Francisco Indl	Ind. Açúcar São Francisco S.A.	SP
68	São Geraldo	Cia. Açucareira São Geraldo	SP
69	São João	Cia. Indl e Agrícola São João	SP
70	São José Estiva	Usina São José Estiva S.A. Açúcar e Álcool	SP
71	São José (PE)	Usina São José S.A.	PE
72	São José (SP)	Usina São José S.A. Açúcar e Álcool	SP
73	São Luiz	Usina São Luiz S.A.	SP
74	São Martinho	Usina São Martinho S.A. Açúcar e Álcool	SP
75	Serestas	Usinas Reunidas Serestas S.A.	AL
76	Serra	Usina Açucareira Serra S.A.	SP
77	Serra Grande	Usina Serra Grande S.A.	AL
78	Terra Nova	Usina Terra Nova S.A.	AL

nº	Abreviatura	Empresa (Cana, Açúcar e Álcool integrados)	UF
79	Trapiche	Usina Trapiche S.A.	PE
80	Triunfo	Triunfo Agro Indl. S.A.	AL
81	Unialco	Unialco S.A. Álcool e Açúcar	SP
82	União São Paulo	União São Paulo S.A. Agr. Ind. Com.	SP
83	Usina Bom Retiro	Usina Açucareira Bom Retiro S.A.	SP
84	Usina Caeté	Usina Caeté S.A.	AL
85	Usina Colombo	Usina Colombo S.A. Açúcar e Álcool	SP
86	Usina Cresciumal	Usina Cresciumal S.A.	SP
87	Usina Delta	Usina Delta S.A. Açúcar e Álcool	MG
88	Usina Ipiranga	Usina Ipiranga Açúcar e Álcool Ltda.	SP
89	Usina Jacarezinho	Cia. Agrícola Usina Jacarezinho	SP
90	Usina Junqueira	Usina Junqueira Fun Sinhá Junqueira	SP
91	Usina Maluf	Usina Maluf S.A. Açúcar e Álcool	SP
92	Usina Nova América	Usina Nova América S.A.	SP
93	Usina Santa Bárbara	Usina Santa Bárbara S.A. Açúcar e Álcool	SP
94	Usina Santa Helena (GO)	Usina Santa Helena Açúcar e Álcool S.A.	GO
95	Usina Santa Helena (SP)	Usina Santa Helena S.A. Açúcar e Álcool	SP
96	Usina Santa Lúcia	Usina Santa Lúcia S.A.	SP
97	Usina São Manoel	Usina Açucareira São Manoel S.A.	SP
98	Usina Sapucaia	Usina Sapucaia S.A.	RJ
99	Usina Serra Grande	Usina Serra Grande S.A.	AL
100	Usina União	Usina União Ind. S.A.	PE
101	Vale Ceará Mirim	Cia. Açucareira Vale Ceará Mirim	RN
102	Vale do Rosário	Cia. Açucareira Vale do Rosário	SP
103	Volta Grande	Agro Industrial Volta Grande Ltda.	MG
104	Zillo Lorenzetti	Açucareira Zillo Lorenzetti S.A.	SP

ANEXO A: Balanços Anuais (1997)

	Cana	Sede	Balanco	ROL (R\$ mil)	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC %	EG (%)
1	Case	SP	12/96	71.002	44	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	Luiz Zillo	SP	12/96	64.585	29	51.233	115.967	13.981	10.546	10.546	56.044	-363	13.649	77.593	20,6	20,6	17,6	5,3	55,8
3	Zillo Lorenzetti	SP	12/96	61.440	46	64.742	115.651	10.911	9.070	9.070	41.888	1.792	13.514	63.141	14,0	14,0	21,4	5,1	44,0
4	Nova América Cana	SP	12/96	48.922	33	69.855	81.797	14.130	11.714	10.846	10.262	1.781	12.896	20.820	16,8	15,5	61,9	3,6	14,6
5	Olímpia (1)	RJ	12/96	45.337	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6	Boa Vista	SP	04/97*	39.410	29	55.735	131.396	3.183	-9.217	-9.217	69.982	-9.281	15.657	10.946	-16,5	-16,5	143,0	0,6	57,6
7	Piratinunga	SP	12/96	34.043	57	-2.597	29.954	8.873	1.161	537	20.978	-4.176	3.029	9.194	44,7	20,7	33,0	0,3	108,7
8	Agrícola Colombo	SP	12/96	31.089	21	59.830	72.978	4.409	8.008	9.273	9.956	3.633	11.620	16.940	13,4	15,5	68,6	1,1	18,0
9	Agrícola Quatá	SP	12/96	30.029	45	27.030	45.925	7.307	4.626	4.626	14.839	142	7.715	26.556	17,1	17,1	28,1	2,9	41,1
10	Bazan	SP	12/96	21.925	47	22.626	28.771	3.561	766	665	4.538	-1.794	1.846	5.024	3,4	2,9	36,8	0,6	21,4
11	Agropav	SP	12/96	21.575	16	26.680	40.193	3.806	2.052	920	8.739	-1.133	-	-	7,7	3,5	-	5,4	33,6
12	Santana Agropecuária	SP	04/97*	20.245	-	66.306	111.488	237	-3.409	-3.995	42.581	-2.465	12.222	14.734	-5,1	-6,0	83,0	0,9	40,5
13	Anel Viário	SP	12/96	18.251	14	18.630	45.604	10.274	461	461	19.702	-1.608	8.669	28.300	2,5	2,5	30,6	0,4	59,2
14	Campo Alto	SP	04/97*	17.274	-	48.790	81.068	272	-2.775	-3.361	30.590	-1.997	10.991	11.741	-5,7	-6,9	93,6	0,9	39,8
15	Capivara	SP	12/96	16.566	16	29.239	39.559	6.330	3.367	2.335	6.932	-768	5.715	8.565	11,5	8,0	66,7	1,6	26,1
16	Foz do Mogi	SP	12/96	14.133	45	18.345	23.542	2.149	-833	-833	4.175	-111	4.395	6.043	-4,5	-4,5	72,7	5,0	22,1
17	Agr. Pedro Ometto	SP	12/96	13.260	-4	-17.282	110.324	854	-1.638	-225	125.074	-466	7.300	23.528	-9,5	-1,3	31,0	0,1	115,7
18	Jacarezinho	SP	12/96	13.170	26	-16.844	9.588	794	-3.817	-3.817	23.991	-4.297	3.865	4.939	-22,7	-22,7	78,3	0,6	275,7
19	Castell	SP	12/96	10.718	68	2.847	44.757	-172	-4.196	-6.258	39.132	-2.495	3.617	1.640	-147,4	-219,8	220,6	2,1	93,6
20	J O	SP	04/97*	9.367	19	28.297	30.906	2.006	570	524	1.478	-371	3.963	9.010	2,0	1,9	44,0	1,6	8,4
21	São José	SP	12/96	9.273	58	-948	5.586	1.283	45	24	5.797	-1.049	1.360	4.468	4,7	2,5	30,4	1,1	117,0
22	Furlan	SP	04/97*	8.623	53	8.619	15.608	536	581	518	6.505	-107	500	1.388	6,7	6,0	36,0	0,2	44,8
23	Nova Louzã	SP	04/97*	8.502	-	13.072	32.778	-1.735	-2.937	-2.937	18.980	-757	4.034	4.181	-22,5	-22,5	96,5	1,1	60,1
24	Vale do Rio Grande	MG	12/96	7.501	27	-1.596	15.497	-4.631	-4.975	-4.975	16.816	-125	-	2.426	-311,8	-311,8	-	7,4	110,3
25	Cresciumal	SP	12/96	6.558	20	33.141	39.731	2.160	17	17	5.573	-1.065	446	3.013	0,1	0,1	14,8	0,5	16,6
26	Santa Amélia	SP	12/96	5.703	11	8.093	9.247	2.584	1.866	1.691	973	40	323	5.010	23,1	20,9	6,4	23,4	12,5
27	São Jerônimo	SP	04/97*	5.247	-	35.956	40.329	776	-567	-567	4.046	-587	3.723	3.287	-1,6	-1,6	113,3	0,5	10,8

Cana		Sede	Balanco	ROL (R\$ mil)	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC %	EG (%)
28	Guanabara	SP	04/97*	2.896	-	10.893	30.464	-523	-2.824	-2.824	17.006	-1.595	20.197	23.367	-25,9	-25,9	86,4	0,3	64,2
29	Pontal Agropecuária	SP	12/96	2.686	40	148	15.351	354	-187	-187	13.063	-236	-	3.920	-126,1	-126,1	-	5,2	99,0
30	Rodrigues Alves	SP	12/96	2.547	-9	-742	5.561	376	-378	-378	5.722	-217	2.634	3.211	-50,9	-50,9	82,0	1,7	113,3
31	Bom Retiro	SP	04/97*	1.575	18	3.066	3.705	191	90	-30	270	-45	522	342	2,9	-1,0	152,8	1,1	17,3
32	Queluz	SP	12/96	1.552	-83	2.141	3.168	653	-186	-1.092	463	-206	-	604	-8,7	-51,0	-	0,1	32,4
Total do Subsetor (45)				670.983	22	795.402	1.619.684	98.210	22.064	-2.113	710.192	-33.968	197.205	442.814	2,0	1,9	61,5	1,6	38,9

Açúcar		Sede	Balanco	ROL (R\$ mil)	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC %	EG (%)
1	União Refinadores	SP	04/97*	505.744	5	50.125	305.699	87.412	-47.099	-50.480	62.015	-26.222	32.499	46.406	-94,0	-100,7	70,0	2,0	83,6
2	Piedade	RJ	04/97*	223.538	2	36.051	86.410	24.506	-9.763	-9.763	38.746	-5.477	4.728	19.700	-27,1	-27,1	24,0	3,3	58,3
3	Refinaria Catarinense	SC	12/96	111.900	0	109.960	171.974	16.765	16.613	11.478	25.679	-5.954	8.711	9.959	15,1	10,4	87,5	0,8	36,1
4	Olho D'Água	PE	12/96	63.206	90	67.441	93.496	16.573	5.579	4.359	15.237	-953	11.938	14.462	8,3	6,5	82,6	1,4	27,9
5	Penápolis	SP	12/96	37.758	-12	-3.091	123.137	-249	-20.710	-20.710	93.692	-17.024	356	61.681	-669,9	-669,9	0,6	0,1	102,5
6	Maravilha	PE	12/96	21.754	-	43.475	106.077	1.388	-5.575	-5.575	35.050	-7.085	7.274	20.905	-12,8	-12,8	34,8	0,2	59,0
7	Passos	MG	12/96	20.506	12	-1.147	20.504	-630	-4.335	-4.335	1.179	-418	377	2.739	-378,1	-378,1	13,8	1,1	105,6
8	Rio Grande	MG	12/96	19.179	19	6.617	23.004	528	-1.716	-1.716	2.716	-824	362	870	-25,9	-25,9	40,4	1,6	71,2
9	Vale do Camaragibe	AL	12/96	16.714	-16	19.097	29.672	2.899	653	559	4.083	-697	2.708	5.052	3,4	2,9	53,6	1,5	35,6
10	Santa Terezinha	SP	04/97*	14.484	-	9.753	24.205	2.369	2.127	1.859	4.609	-2.491	1.352	2.671	21,8	19,1	50,6	1,1	59,7
11	Quissaman	RJ	12/96	8.642	9	15.068	29.019	-1.502	-5.179	-5.179	8.400	-951	-	-	-34,4	-34,4	-	1,5	48,1
12	Carapebus	RJ	12/96	7.720	80	-7.005	13.282	-393	-4.337	-4.337	15.741	-2.851	397	550	-61,9	61,9	72,3	0,1	152,7
13	N Sra Lourdes	PE	12/96	6.991	-2	35.145	66.467	228	-2.731	-5.683	26.353	-2.043	4.264	17.874	-7,8	-16,2	23,9	1,2	47,1
14	Itapetingui	BA	12/96	4.022	-24	15.186	19.088	1.676	253	253	2.618	-454	-	1.900	1,7	1,7	-	5,9	20,4
15	Vassouras	SE	12/96	2.771	-12	11.012	13.935	71	-756	-541	1.829	-451	-130	1.896	-6,9	-4,9	-6,9	0,5	21,4
16	Proveito	SE	12/96	775	-	5.218	5.240	303	233	186	-	44	1.841	2.018	4,5	3,6	91,2	18,1	0,4
17	São João B Lysandro	RJ	12/96	745	-89	40.244	64.268	548	-3.013	-3.013	11.926	-856	-433	-3.013	-7,5	-7,5	14,4	0,3	37,4
18	Agasa	RS	12/96	106	59	-1.087	237	106	-41	-41	-	-8	-	-	-3,8	-3,8	-	-	558,3
Total do Subsetor (18)				1.066.555	2	452.062	1.195.714	152.598	-79.797	-92.680	349.873	-74.714	76.245	205.695	-7,6	-10,2	40,4	1,2	53,2

	Álcool	Sede	Balço	ROL (R\$ mil).	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC	EG (%)
1	Andrade	SP	12/96	101.411	82	43.863	90.664	15.955	10.403	5.987	22.000	-2.041	2.746	21.399	23,7	23,7	12,8	1,8	51,6
2	Dedini	SP	12/96	57.082	-5	73.181	219.649	18.723	-2.257	-23.450	61.518	-9.004	45.300	79.550	-3,1	-3,1	57,0	0,6	66,7
3	Usina Colombo	SP	12/96	73.116	44	25.854	66.369	19.981	8.177	5.584	28.868	-4.091	9.964	28.126	31,6	31,6	35,4	7,2	61,1
4	Equipav	SP	12/96	71.567	11	87.563	108.046	17.098	2.943	5.249	13.546	-3.263	4.380	66.166	3,4	3,4	6,6	5,1	19,0
5	Destilaria Bazan	SP	12/96	68.389	40	14.802	44.625	6.630	983	673	14.121	-2.066	1.337	2.222	6,6	6,6	60,2	1,1	66,8
6	Gramame	PB	12/96	65.527	74	40.828	69.774	11.874	6.547	4.043	1.213	2.364	8.794	10.871	16,0	16,0	80,9	1,5	41,5
7	Univalem (2)	SP	04/97*	56.611	-	34.311	81.582	9.846	-6.084	-9.283	32.594	-8.363	13.445	17.869	-17,7	-17,7	75,2	0,8	57,9
8	Miriri	PB	12/96	48.606	3	42.178	93.442	6.260	-2.608	-2.696	19.060	-7.859			-6,2	-6,2		0,4	54,9
9	Vale Verdão	SP	12/96	43.261	14	8.899	34.388	6.258	408	408	17.209	-1.714	1.889	7.149	4,6	4,6	26,4	2,1	74,1
10	Jalles Machado	GO	12/96	43.040	30	27.656	67.303	13.689	132	111	19.009	-3.609	5.589	15.640	0,5	0,5	35,7	1,6	58,9
11	Alcidia	SP	12/96	39.531	10	4.028	47.119	6.976	-618	-618	33.998	-5.541	1.561	12.685	-15,4	-15,4	12,3	3,7	91,5
12	Mandu	SP	12/96	39.307	50	9.386	36.066	10.703	767	488	15.452	-3.224	1.923	4.398	8,2	8,2	43,7	0,9	74,0
13	Galo Bravo	SP	12/96	36.034	7	50.248	86.174	6.182	6.585	10.170	25.285	-5.173	12.150	18.368	13,1	13,1	66,2	0,8	41,7
14	Japungu	PB	12/96	34.430	19	18.585	36.323	5.402	1.557	1.131	9.593	-1.293	2.360	20.880	8,4	8,4	11,3	1,2	48,8
15	Vale do Ivaí	PR	12/96	32.776	28	15.852	33.265	9.312	2.909	229	13.615	-2.642	7.689	6.069	18,4	18,4	126,7	0,7	52,4
16	Jardest	SP	12/96	26.409	33	10.102	30.699	3.313	-1.066	-1.210	14.875	-1.677	1.756	2.934	-10,6	-10,6	59,9	1,1	67,1
17	Aralco	SP	12/96	24.642	34	6.498	22.937	6.828	390	298	7.121	-2.999	1.311	14.473	6,0	6,0	9,1	2,8	71,7
18	Alcoazul	SP	12/96	21.942	32	20.833	40.425	3.285	-2.121	-2.128	12.418	-3.500	2.296	6.653	-10,2	-10,2	34,5	1,4	48,5
19	Unialco	SP	12/96	21.759	26	16.056	29.800	3.820	-749	-749	5.555	-2.497	3.875	1.776	-4,7	-4,7	218,2	0,7	46,1
20	Clealco	SP	12/96	20.812	26	16.713	31.535	2.716	-1.396	-1.544	5.176	-	5.114	8.658	-8,4	-8,4	59,1	1,2	47,0
21	Sonora Estância	MS	12/96	20.260	14	21.443	31.370	2.834	-302	-341	6.209	-1.344	789	3.537	-1,4	-1,4	22,3	1,1	31,6
22	Lasa Linhares	ES	12/96	19.885	217	5.354	22.154	2.612	945	837	4.524	-444	3.916	6.333	17,7	17,7	61,8	1,1	75,8
23	Denusa	DF	12/96	19.587	6	16.585	80.227	6.696	274	155	44.662	-2.178	6.960	28.068	1,7	1,7	24,8	2,1	79,3
24	Destilaria São Luiz	PE	12/96	19.068	-	2.124	55.412	5.991	-8.424	-8.424	39.570	-9.499	2.636	12.409	-396,6	-396,6	21,2	1,3	96,2
25	Alcomira	SP	12/96	18.929	74	6.247	27.760	626	-4.125	-4.125	12.663	-2.820	797	8.946	-66,0	-66,0	8,9	1,0	77,5
26	Sabaralcool	PR	12/96	18.516	10	5.493	23.735	6.037	477	477	12.394	-2.812	2.590	5.463	8,7	8,7	47,4	1,1	76,9
27	Medasa	BA	12/96	18.308	18	26.216	49.072	4.556	481	456	15.376	-1.734	1.523	11.169	1,8	1,8	13,6	1,1	46,6
28	Benalcool	SP	12/96	17.818	38	10.254	23.820	4.096	250	205	6.547	-1.994	2.630	8.822	2,4	2,4	29,8	1,4	57,0
29	Batatais (3)	SP	04/96*	17.762		38.401	66.338	3.370	475	299	25.939	-236	1.705	5.198	1,2	1,2	32,8	1,2	42,1
30	Destivale	SP	12/96	17.754	71	2.867	13.271	4.002	391	311	4.349	-1.363	2.660	2.232	13,6	13,6	119,1	0,9	78,4

Álcool	Sede	Balanco	ROL (R\$ mil).	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC	EG (%)
31 Pioneiros (4)	SP	12/96	17.386	17	2.492	26.040	-163	-4.236	-4.293	19.574	-3.899	9.952	14.715	-170,0	-170,0	67,6	1,4	90,4
32 Generalco	SP	12/96	16.936	51	15.760	26.515	1.411	-2.035	-2.035	3.740	-1.166	1.413	624	-12,9	-12,9	226,5	0,8	40,6
33 Melhoramentos	SP	12/96	16.270	10	4.271	11.283	4.299	-125	-163	5.918	-1.684	688	201	-2,9	-2,9	342,3	1,2	62,2
34 Santa Olinda	CE	12/96	14.101	101	7.806	31.168	-8.268	-4.723	-5.525	10.706	-12.016	11.316	12.737	-60,5	-60,5	88,8	0,6	75,0
35 Marituba (1)	AL	12/96	12.158	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
36 Trialcool	MG	12/96	11.996	-10	10.284	23.413	3.278	851	531	10.736	-791	2.629	7.063	8,3	8,3	37,2	1,7	56,1
37 Centroalcool	GO	12/96	11.803	-	139	37.742	3.039	16	16	30.859	-2.364	247.481	249.170	11,8	11,8	99,3	1,8	9,6
38 Outeiro	RN	12/96	10.848	-	16.126	19.836	1.577	-38	-38	993	-941	-	5.686	-0,2	-0,2	-	3,9	18,7
39 Decasa	SP	12/96	10.447	-23	-18.738	12.991	-246	-4.413	-2.930	25.978	-2.951	747	7.596	-23,6	-23,6	9,8	9,3	244,2
40 Agropeu	MG	12/96	10.325	45	9.365	15.631	3.991	2.161	1.846	4.616	-833	1.701	5.080	23,1	23,1	33,5	1,8	40,1
41 Anicuns	GO	12/96	10.167	-	7.925	14.479	786	-575	-575	2.507	89	-	13.927	-7,3	-7,3	-	3,6	45,3
42 Cridasa	ES	12/96	9.995	28	11.946	21.701	-529	-2.005	-2.005	1.770	-713	523	2.571	-16,8	-16,8	20,4	1,1	45,0
43 Jacuípe	PE	12/96	9.340	5	14.800	22.860	1.377	281	218	3.150	-1.006	2.372	2.529	1,9	1,9	93,8	1,1	35,3
44 Disa Destilaria	ES	12/96	9.182	-17	37.054	49.027	392	-3.569	-3.569	4.668	-1.064	1.211	15.640	-9,6	-9,6	7,7	1,9	24,4
45 Vale Verde	SP	12/96	8.838	90	501	19.676	3.024	-109	-109	13.388	-907	198	-25	-21,7	-21,7	-779,1	0,2	97,5
46 Dasa	MG	12/96	6.791	19	-2.219	2.108	863	-1.217	-1.217	2.908	-1.009	87	525	-54,9	-54,9	16,5	0,1	205,2
47 Pagrisa	PA	12/96	5.399	-3	7.052	8.126	2.551	1.712	1.315	-	444	2.577	3.113	24,3	18,7	82,8	2,2	13,2
48 Casquel	PR	12/96	5.315	-14	2.221	12.436	-43	-1.114	-1.114	7.485	-693	-	-	-50,2	-50,2	-	1,1	82,1
49 Alcon	ES	12/96	3.764	19	3.422	6.753	650	-435	-464	841	-539	141	1.376	-12,7	-13,6	10,2	1,0	49,3
50 Agromar	RN	12/96	3.071	26	18.541	30.025	-1.187	-2.545	-2.545	10.549	-848	-	-	-13,7	-13,7	-	0,3	38,3
51 Paulista Tanatex	SP	12/96	2.458	11	616	1.060	1.169	170	262	-	-10	733	1.506	27,6	42,5	48,7	1,9	41,9
52 Bernardino de Campos	SP	12/96	2.276	45	1.329	1.809	460	393	298	-	30	-	327	29,6	22,4	-	2,9	26,5
53 Albesa	ES	12/96	1.801	-18	-1.187	2.710	836	-625	-397	2.086	-584	11	-475	-52,6	-33,5	-2,3	0,7	143,8
54 Alcoolvale	MS	12/96	45	-96	-15.512	2.571	45	-2.658	-2.658	12.457	-2.669	131	-2.323	-17,1	-17,1	-5,6	0,1	703,3
55 Brasil Central	GO	12/96	-	-	948	983	-	-547	-547	0	-449	-	-	-57,7	-57,7	-	40,0	3,6
56 Sinop	MT	12/96	-	-	-18.406	18.057	-	-	-	33.241	-	-	-	-	-	-	-	201,9
57 Nova Andradina	SP	12/96	-	-	3.314	4.664	-	-381	-381	614	57	-	359	-11,5	-11,5	-	0,0	29,0
Total do Subsetor (57)			1.354.847	19	822.269	2.087.009	244.980	-10.424	-43.537	753.324	-129.118	443.593	779.983	-1,4	-1,6	35,4	1,2	56,5

	Açúcar & Álcool int.	Sede	Balanço	ROL (R\$ mil).	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC	EG (%)
1	Barra Açúcar e Álcool	SP	12/96	251.588	21	87.021	412.904	53.283	-1.945	-1.945	110.189	-18.852	22.393	82.522	-2,2	-2,2	27,1	1,0	78,9
2	Santa Elisa	SP	12/96	198.310	24	102.174	275.208	29.351	-4.425	268	44.208	-5.271	32.880	44.027	-4,3	0,3	74,7	1,2	62,9
3	São Martinho	SP	04/97*	193.301	-	75.919	191.303	80.326	4.530	4.830	47.655	-29.275	14.970	39.282	6,0	6,4	38,1	2,7	60,3
4	Corona	SP	12/96	190.500	32	-9.818	204.288	35.935	-22.925	-27.891	125.566	-36.019	10.617	9.364	-233,5	-284,1	113,4	0,4	104,8
5	Zillo Lorenzetti	SP	12/96	177.016	9	37.294	286.329	30.672	1.668	6.925	119.572	-3.652	8.391	219.912	4,5	18,6	3,8	1,6	87,0
6	Costa Pinto	SP	12/96	152.664	29	75.353	201.317	17.218	1.597	193	65.328	-4.564	12.982	21.289	2,1	0,3	61,0	0,5	62,6
7	Coruripe	AL	12/96	146.995	22	231.546	312.443	26.095	18.712	18.047	58.471	10.329	14.056	66.671	8,1	7,8	21,1	1,7	25,9
8	Usina Nova América	SP	12/96	145.909	43	17.883	102.675	27.264	1.746	1.643	26.229	-1.714	3.427	15.438	9,8	9,2	22,2	2,7	82,6
9	Irmãos Biagi	SP	04/97*	137.826	344	55.224	149.031	27.673	11.269	8.232	33.863	-2.186	10.309	36.704	20,4	14,9	28,1	2,1	62,9
10	Barra Grande	SP	12/96	135.130	10	44.304	239.223	30.158	6.961	9.048	173.307	-3.499	14.468	221.210	15,7	20,4	6,5	1,3	81,5
11	Guarani	RJ	12/96	117.501	24	79.220	160.990	16.508	-4.429	-4.106	38.217	-3.651	5.962	31.101	-5,6	-5,2	19,2	1,3	50,8
12	São João Agrícola (5)	SP	04/97*	116.246	-	225.234	352.670	23.139	6.653	3.555	92.882	-11.094	7.949	21.619	3,0	1,6	36,8	1,1	36,1
13	Porto Rico	AL	12/96	104.609	2	115.060	150.107	8.995	6.618	10.112	17.698	4.840	10.763	34.511	5,8	8,8	31,2	1,4	23,4
14	Ometto (6)	SP	04/96*	104.598	-	127.262	233.870	18.992	-27.463	-14.679	78.692	-25.955	23.173	11.266	-21,6	-11,5	205,7	0,5	45,6
15	Vale do Rosário	SP	12/96	104.355	8	83.675	207.539	25.204	7.274	13.124	70.793	-7.840	38.901	34.076	8,7	15,7	114,2	1,4	59,7
16	Ometto Pavan	SP	12/96	94.882	12	28.691	106.285	14.137	1.837	925	41.493	-6.023	9.393	17.472	6,4	3,2	53,8	1,0	73,0
17	Ester	SP	12/96	85.500	90	35.182	106.602	15.459	82	37	36.645	-691	7.338	4.998	0,2	0,1	146,8	1,0	67,0
18	Bortolo Carolo (7)	SP	12/96	79.222	-	7.898	77.684	14.830	-18.934	-18.934	35.088	-19.488	6.407	8.659	-239,7	-239,7	74,0	0,3	89,8
19	São Geraldo	SP	12/96	73.221	63	40.302	109.082	14.464	-4.883	-7.604	25.807	-8.520	2.727	3.208	-12,1	-18,9	85,0	0,9	63,1
20	Itaiquara	SP	12/96	70.082	0	19.691	77.313	19.657	-7.113	-21.150	40.453	-2.926	2.093	6.223	-36,1	-107,4	33,6	0,9	74,5
21	Estivas	RN	12/96	64.224	16	43.208	79.970	19.805	4.091	2.891	26.792	-2.129	13.907	18.113	9,5	6,7	76,8	1,4	46,0
22	Usina Caeté	AL	12/96	62.967	-36	219.148	261.089	20.384	22.693	11.465	22.842	7.671	33.830	41.837	10,4	5,2	80,9	2,3	16,1
23	União São Paulo	SP	12/96	61.958	25	132.001	189.800	10.331	-2.933	-2.933	21.136	-5.301	8.804	19.678	-2,2	-2,2	44,7	1,5	30,5
24	São Francisco Indl	SP	12/96	60.587	-14	17.502	90.673	11.652	-622	-622	20.870	-7.368	28.419	38.977	-3,6	-3,6	72,9	1,0	80,7
25	Santa Adélia	SP	12/96	58.581	25	43.658	82.323	31.142	2.563	5.266	15.886	-1.821	2.456	7.163	5,9	12,1	34,3	2,1	47,0
26	Usina Santa Helena (SP)	SP	12/96	58.577	17	30.213	63.807	10.094	-3.281	-3.424	6.594	-2.981	2.843	15.515	-10,9	-11,3	18,3	2,6	52,7
27	Jaboticabal	SP	12/96	57.470	41	26.040	76.929	13.731	1.787	1.432	26.382	-2.985	18.031	23.821	6,9	5,5	75,7	1,8	66,2
28	São Luiz	SP	12/96	56.580	27	50.166	94.591	12.190	9.642	7.234	31.176	6.817	2.597	9.688	19,2	14,4	26,8	1,8	47,0
29	Santo Antonio (8)	SP	04/97*	56.460	26	31.161	81.278	12.318	-1.562	-1.562	23.959	-3.578	20.241	40.446	-5,0	-5,0	50,0	1,3	61,7
30	Usina Sapucaia	RJ	12/96	55.465	32	51.489	70.708	6.902	-532	-1.128	13.332	-2.646	3.072	12.307	-1,0	-2,2	25,0	1,3	27,2
31	Triunfo	AL	12/96	54.324	9	137.040	175.518	13.852	4.374	4.374	7.485	1.703	8.580	38.516	3,2	3,2	22,3	3,7	21,9
32	Usina Santa Bárbara	SP	12/96	51.892	-	12.733	69.524	1.026	767	769	31.152	-693	3.031	24.532	6,2	6,2	12,4	0,0	81,7
33	Usina Delta	MG	12/96	51.349	40	23.814	60.525	12.891	460	460	20.031	-3.290	7.671	10.217	1,9	1,9	75,1	0,9	60,7

	Açúcar & Álcool int.	Sede	Balço	ROL (R\$ mil).	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC	EG (%)
34	Maracá	SP	12/96	50.900	19	26.656	86.619	8.022	-3.289	-3.069	37.822	-6.062	9.788	10.698	-12,3	-11,5	91,5	1,1	69,2
35	Trapiche	PE	12/96	50.345	-19	58.620	99.883	3.573	-857	-916	36.031	-1.334	9.412	5.610	-1,5	-1,6	167,8	0,6	41,3
36	Santo Antonio Açuc	AL	12/96	48.419	-4	59.059	108.593	8.828	1.466	1.771	31.190	-5.726	9.035	10.356	2,5	3,0	87,3	1,3	45,6
37	Irmãos Franceschi	SP	12/96	47.318	-4	34.551	82.206	-1.622	-17.350	-17.350	28.196	-8.746	-	-	-50,2	-50,2	-	0,5	58,0
38	Quatá	SP	12/96	45.369	-3	23.475	99.127	2.828	-5.212	-1.473	68.750	-1.113	4.428	68.848	-22,2	-22,2	6,4	1,2	76,3
39	São Domingos (9)	SP	12/96	43.524	36	16.800	41.686	3.562	-1.492	-905	15.684	-1.033	3.610	2.931	-8,9	-8,9	123,1	1,0	59,7
40	São José Estiva	SP	12/96	43.299	29	9.189	46.229	9.354	1.597	1.192	8.214	-2.950	1.381	9.991	17,4	17,4	13,8	1,8	80,1
41	Usina São Manoel (10)	SP	04/97*	42.297	-	65.733	118.952	5.571	-9.470	-9.470	29.827	-6.697	48.145	54.069	-14,4	-14,4	89,0	0,7	44,7
42	Mendo Sampaio	AL	12/96	41.535	44	48.015	86.149	14.036	1.782	1.782	4.052	-3.665	2.173	9.369	3,7	3,7	23,2	1,2	44,3
43	Cerradinho	SP	12/96	39.628	24	32.301	56.347	7.902	956	956	15.268	-4.214	6.022	13.393	3,0	3,0	45,0	1,1	42,7
44	Catanduva (11)	SP	04/96*	38.080	-	59.727	142.144	9.806	3.610	3.387	33.472	-1.771	2.905	5.739	6,0	6,0	50,6	0,8	58,0
45	São Francisco	SP	04/97*	37.905	47	16.580	49.562	10.319	1.788	1.281	16.077	-1.070	6.173	8.501	10,8	10,8	72,6	1,5	66,6
46	Pumaty	PE	08/96*	37.611	-	22.446	50.775	19.846	6.818	7.572	24.621	-5.568	2.465	10.155	30,4	30,4	24,3	0,8	55,8
47	Usina Jacarezinho	SP	12/96	36.642	25	2.951	41.264	6.347	-1.794	4.051	35.488	-5.016	311	8.478	-60,8	-60,8	3,7	1,0	92,9
48	Leão Irmãos	AL	12/96	35.647	-18	134.839	175.591	6.939	-129	-129	24.155	-2.903	5.997	1.398	-0,1	-0,1	429,1	0,7	23,2
49	Agrovale	BA	12/96	35.039	27	24.022	70.956	11.592	44	44	33.195	-6.738	21.483	23.727	0,2	0,2	90,5	0,6	66,2
50	Barralcool	MT	12/96	34.972	10	42.159	76.728	8.821	-1.626	-1.626	33.224	-7.510	22.076	35.818	-3,9	-3,9	61,6	1,0	45,1
51	Santa Fé	SP	12/96	34.743	28	6.670	27.171	4.008	358	358	9.526	-1.738	2.782	5.506	5,4	5,4	50,5	1,2	75,5
52	Serra	SP	12/96	34.480	-1	7.359	59.220	152	-17.442	-17.442	17.537	-12.541	1.858	21.223	-237,0	-237,0	8,8	0,2	87,6
53	Bela Vista	SP	12/96	34.244	41	19.550	36.988	7.634	891	661	1.453	-1.651	3.447	8.114	4,6	3,4	42,5	2,7	47,1
54	Petribu (12)	PE	12/96	32.751	-32	27.410	46.896	9.864	5.033	3.582	9.051	-816	11.469	51.146	18,4	13,1	22,4	1,3	41,6
55	Usina Santa Helena (GO)	GO	12/96	32.611	-	44.272	106.789	8.483	-3.085	-3.722	38.114	-8.936	832	16.403	-7,0	-8,4	5,1	0,8	58,5
56	Cansação de Sinimbu	AL	12/96	32.364	10	20.030	107.024	13.050	-4.522	-4.522	48.204	-5.891	6.569	21.420	-22,6	-22,6	30,7	1,6	81,3
57	Furlan	SP	04/97*	31.988	-6	4.491	33.425	-348	-4.823	-4.823	10.067	33	785	1.818	-107,4	-107,4	41,9	2,6	86,8
58	Baía Formosa	RN	12/96	31.866	-	9.113	44.194	5.487	-372	-372	-	-989	-	19.105	-4,1	-4,1	-	2,0	79,4
59	Santa Cruz	RJ	12/96	31.507	42	7.913	27.654	6.748	2.046	1.407	2.658	-3.106	1.961	5.511	25,9	17,8	35,6	2,4	71,4
60	Usina Bom Retiro	SP	04/97*	30.306	-13	9.107	31.357	5.599	-1.670	-1.670	8.493	-2.295	3.679	4.697	-18,3	-18,3	78,3	1,5	71,0
61	Passa Tempo	MS	12/96	29.659	46	41.218	65.300	10.442	-475	-475	12.163	-2.474	14.702	14.449	-1,2	-1,2	101,8	1,1	36,9
62	J Pilon	SP	12/96	29.019	50	6.972	26.547	7.949	1.312	822	9.451	-2.186	246	3.563	18,8	11,8	6,9	1,9	73,7
63	Usina Serra Grande	AL	12/96	28.535	-10	57.195	71.947	5.319	2.246	1.197	7.551	795	5.326	9.828	3,9	2,1	54,2	1,8	20,5
64	São José	PE	12/96	27.799	-22	45.922	61.825	8.543	3.573	3.276	11.835	-693	8.528	30.914	7,8	7,1	27,6	1,5	25,7
65	Usina Cresciumal	SP	12/96	27.667	15	14.610	43.548	4.874	-3.115	-1.761	16.786	-3.158	2.619	5.543	-21,3	-12,1	47,3	1,5	66,5
66	Pontenovense	MG	12/96	24.705	22	6.393	26.238	3.335	1.924	3.033	5.628	-1.262	5.263	41.514	30,1	47,4	12,7	0,6	75,6
67	Jaciara	MT	12/96	23.894	-	42.242	69.765	8.325	-2.581	3.314	10.356	-8.230	11.554	24.919	-6,1	-7,9	46,4	1,6	39,5

	Açúcar & Álcool int.	Sede	Balço	ROL (R\$ mil).	CROL (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	Ativo Real (R\$ mil)	LB (R\$ mil)	LAJIR (R\$ mil)	LL (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	RFL (R\$ mil)	AP (R\$ mil)	Origens (R\$ mil)	RPLAJIR (%)	RPLL (%)	APO (%)	LC	EG (%)
68	Serestas	AL	12/96	23.890	3	76.779	128.255	10.761	4.586	-	31.701	-846	2.497	15.207	6,0	-	16,4	1,4	40,1
69	São José	SP	12/96	22.835	21	2.983	8.367	2.560	193	140	6	-260	1.651	1.501	6,5	4,7	110,0	5,5	64,4
70	Usina União	PE	12/96	22.656	8	60.568	106.680	5.996	-88	-88	33.509	-5.167	5.693	16.414	-0,1	-0,1	34,7	1,7	43,2
71	Usina Santa Lúcia	SP	04/97*	21.467	2	25.560	38.899	2.788	1.513	1.463	-	1.927	8.142	9.533	5,9	5,7	85,4	9,6	34,3
72	Matary	PE	12/96	20.636	-18	3.283	36.783	1.782	-5.541	-6.295	19.869	-3.748	2.793	10.906	-166,0	-191,8	25,6	0,4	91,1
73	Maracajú	MS	12/96	20.463	90	7.424	45.080	6.997	-5.892	-5.892	10.269	-4.757	10.681	10.695	-79,4	-79,4	99,9	1,1	83,5
74	Ipojuca	PE	12/96	18.959	6	16.913	22.801	2.571	1.454	850	2.355	859	1.243	1.766	8,6	5,0	70,4	2,1	25,8
75	Cupim	RJ	12/96	13.533	12	-9.163	25.336	929	-4.878	-4.168	23.751	-3.774	286	891	-53,2	-45,5	32,1	0,3	136,2
76	Cruangi	PE	12/96	13.229	-	70.445	137.015	1.128	-8.922	-14.535	38.212	-8.936	9.684	19.714	-12,7	-20,6	49,1	0,3	48,6
77	Moreno (1)	SP	12/96	13.033	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total do Subsetor (92)				4.909.674	16	3.760.017	8.591.119	993.690	-67.646	-92.376	2.530.005	-355.789	707.447	1.933.271	0,0	0,0	44,7	1,3	58,5
Total do Setor (212)				8.002.057	18	5.829.750	13.493.526	1.489.477	-135.803	-230.706	4.343.394	-593.589	1.424.489	3.361.764	-0,1	-0,2	43,1	1,3	54,3

O número entre parênteses, na frente do subsetor e setor, indica a quantidade de empresas analisadas nos respectivos subsetores e setores. Para valores absolutos, considerou-se a somatória das empresas por conta e para índice, a mediana. Em todas as colunas, o traço indica que a informação não foi fornecida. Os *rankings* foram elaborados com balanços ou informações recebidas até 25/09/97. (1) Valores estimados pela Gazeta Mercantil. (2) O balanço compreende um período de 16 meses. (3) O balanço compreende um período de 4 meses. (4) Incorporou a controlada Pacol — Pioneiros Agrícola e Comercial Ltda. (5) Incorporou a parcela cindida da controlada Comercial São João S.A. (6) O balanço compreende um período de 16 meses. (7) O balanço compreende um período de 16 meses. (8) Incorporou a Balbo S.A. Agropecuária. (9) Incorporou a interligada Açúcar São Domingos, Comércio, Importação e Exportação Ltda. (10) Incorporou os acervos líquidos da Companhia Agrícola São Camilo. (11) O balanço compreende um período de 4 meses. (12) Cisão parcial.

ANEXO B: Balanços Anuais (1998)

Cana	Sede	Demonstração do Resultado						Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
		(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	(R\$ mil)						(R\$ mil)	Var %
1	Zillo Lorenzetti	SP	97.190	46,3	11.561	3.782	4.099	192.204	50.139	2,6	108.757	73.201	55.422	-	162,2	91,4	1,3	5,6	-
2	Nova América Cana	SP	49.577	-6,3	11.287	7.889	3.749	79.891	56.149	-0,4	7.443	64.999	7.232	58,0	22,9	50,0	5,8	5,8	20,3
3	Boa Vista	SP	39.409	18,9	3.182	-18.852	-9.127	131.396	109.967	69,2	29.198	83.039	15.398	-18,1	58,2	60,4	0,6	-11,0	14,8
4	Agrícola Colombo	SP	35.584	5,9	1.636	1.888	1.257	78.653	53.017	14,7	14.939	61.176	3.305	59,6	28,6	85,5	1,2	2,1	11,9
5	Norte Paraná	SP	24.870	6,6	9.496	2.939	5.398	96.010	62.719	3,3	8.422	83.757	11.907	5,0	14,6	68,7	2,3	6,4	35,2
6	Anel Viário	SP	24.159	22,4	11.079	4.050	5.896	56.233	22.836	-13,4	11.301	32.876	5.364	-1.802,9	71,0	48,4	1,2	17,9	22,0
7	Bazan	SP	21.921	-7,5	3.421	2.601	1.504	28.700	24.326	-9,4	2.164	24.130	1.918	-1.093,8	18,9	47,4	1,7	6,2	-
8	Capivara	SP	20.666	-	8.769	6.982	3.847	54.172	34.082	-	4.232	34.236	6.261	-	58,2	21,2	10,1	11,2	18,7
9	Santana Agropecuária	SP	20.245	-8,4	237	-528	-3.995	111.488	98.960	130,2	12.096	66.306	7.633	2,3	68,1	26,8	0,9	-6,0	31,2
10	Campo Alto	SP	17.274	3,6	272	-837	-3.361	81.068	73.418	120,1	10.911	48.790	6.790	42,8	66,2	33,8	0,9	-6,9	24,4
11	Foz do Mogi	SP	16.167	5,8	3.803	553	435	27.317	24.126	51,2	6.000	17.653	1.585	-38,0	54,7	62,1	0,5	2,5	-
12	Agr Pedro Ometto	SP	14.464	0,9	694	-1.681	-8.139	134.109	30.681	1,3	34.627	-6.225	-2.307	-3,2	-	24,7	0,0	-	-
13	Jacarezinho	SP	13.293	-6,6	1.257	675	-4.048	21.729	19.433	-4,1	11.694	-7.004	-677	-199,4	-	40,7	0,3	-	-
14	Guanabara	SP	12.248	-	1.147	191	-1.498	35.976	29.838	-	16.246	15.678	374	-	129,5	80,0	0,8	-9,6	13,7
15	São José	SP	9.272	45,8	1.282	1.050	23	8.517	4.667	4,8	5.477	1.983	3.319	20,6	329,5	83,8	1,1	1,2	-
16	Vale do Rio Grande	MG	8.991	10,9	-2.215	-3.026	-2.598	21.409	12.887	19,4	902	-4.186	8.744	-0,7	-	3,5	3,2	-	7,1
17	Nova Louzã	SP	8.502	-0,9	-1.735	-2.271	-2.937	32.778	28.885	26,3	4.274	13.072	3.598	9,3	150,7	21,7	1,1	-22,5	105,0
18	Santa Amélia	SP	7.564	22,7	2.567	1.765	1.106	11.471	7.020	5,2	-	9.804	3.451	294,4	17,0	-	4,8	11,3	10,1
Total do subsetor (25)			460.915	2,2	72.280	8.422	-8.875	1.305.483	832.091	3,3	294.035	696.209	143.596	-	28,6	33,8	1,2	2,1	10,1

Açúcar	Sede	Demonstração do Resultado						Balço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
		(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	União Refinadores	SP	870.308	59,2	197.735	71.539	31.403	286.542	151.584	-0,2	39.669	139.454	62.449	-	-	-	-	-	-
2	Refinaria Catarinense	SC	109.100	-9,8	8.443	-6.615	-9.819	189.066	97.948	-4,8	34.200	100.682	17.888	23,6	87,8	38,7	1,1	-9,8	-
3	Olho D'Água	PE	50.981	-25,4	11.178	5.596	2.512	92.949	59.927	-6,5	11.286	70.908	17.221	11,5	31,1	51,2	1,7	3,5	-
4	Vale do Camaragibe	AL	22.223	19,2	2.635	1.922	154	31.173	17.757	1,9	2.914	15.539	2.566	175,6	100,6	18,6	1,2	1,0	-
5	Rio Grande	MG	13.161	-36,5	-935	-2.359	-2.004	23.578	3.463	-62,3	2.560	3.841	31	-99,6	513,9	13,0	0,9	-52,2	40,1
Total do subsector (8)			1.072.558	-15,1	220.298	70.524	21.680	660.870	358.009	-6,9	95.327	361.274	105.165	11,5	33,5	45,0	1,2	0,8	40,1

Álcool	Sede	Demonstração do Resultado						Balço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
		(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	Equipav	SP	76.550	-1,1	20.277	8.566	5.908	128.962	61.451	3,6	12.902	98.890	37.209	41,5	35,9	37,9	2,9	6,2	83,5
2	Andrade	SP	72.661	-33,7	14.685	5.385	-2.012	113.003	46.732	-6,8	31.335	45.882	60.212	79,1	146,3	46,7	1,9	-4,4	317,3
3	Usina Colombo	SP	66.190	-16,3	7.985	-1.116	-888	73.911	29.157	10,2	10.973	24.964	23.802	35,5	196,1	22,4	4,0	-3,6	16,5
4	Destilaria Bazan	SP	65.302	-11,7	5.887	3.376	1.852	51.578	21.378	3,6	17.074	16.477	19.727	31,5	212,0	48,9	1,1	11,2	-
5	Mandu	SP	46.725	10,0	7.254	3.542	167	62.906	35.878	89,5	14.198	25.358	15.054	28,4	148,1	37,8	0,9	0,7	-
6	Jalles Machado	GO	46.512	-	11.875	3.464	1.904	71.042	45.493	4,2	17.262	29.596	12.812	8,5	140,0	41,6	1,8	6,4	20,3
7	Galo Bravo	SP	44.207	13,5	6.863	6.046	5.970	88.695	71.145	15,9	16.057	61.438	4.534	4.622,9	44,4	58,9	1,0	9,7	78,9
8	Gramame	PB	40.340	-43,1	9.894	-335	-1.093	67.368	31.318	-5,6	1.841	43.294	15.282	1.155,7	55,6	7,6	2,3	-2,5	-
9	Vale do Ivaí	PR	33.293	-6,0	6.819	1.528	1.768	38.120	26.670	21,2	10.747	17.473	3.796	-43,6	118,2	52,1	0,7	10,1	109,9
10	Japungu	PB	32.086	-14,6	5.737	2.853	110	49.926	18.166	-11,1	7.727	19.291	17.156	156,8	158,8	25,2	2,2	0,6	-
11	Jardest	SP	31.310	9,7	3.639	-470	-1.028	30.200	12.398	-6,8	10.178	9.956	12.995	-0,7	203,3	50,3	1,0	-10,3	88,7
12	Aralco	SP	30.037	12,8	7.859	3.521	897	35.961	16.105	14,9	11.947	12.110	9.288	83,2	197,0	50,1	2,6	7,4	-
13	Generalco	SP	28.365	54,9	4.181	773	781	30.439	18.338	0,1	1.504	16.854	-380	-126,0	80,6	11,1	0,9	4,6	94,6
14	Pioneiros	SP	27.817	48,0	3.274	1.435	-889	34.603	18.712	-16,6	17.858	6.455	8.535	27,5	436,1	63,4	1,2	-13,8	-
15	Unialco	SP	27.160	15,5	4.438	-470	-3.096	41.246	28.233	5,8	4.791	15.693	-697	-141,5	162,8	18,7	0,8	-19,7	-
16	Clealco	SP	26.119	16,1	1.113	-1.197	-4.066	36.114	24.100	-3,2	4.031	17.726	-1.834	-128,4	103,7	21,9	0,8	-22,9	-

Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %
			(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %					
17	Benalcool	SP	24.073	25,0	4.023	1.640	193	27.305	10.857	4,5	7.457	9.880	4.121	-8,8	176,4	42,8	0,9	2,0	-
18	Sabaralcool	PR	22.126	10,5	8.393	5.376	1.742	72.303	58.338	218,1	14.665	41.829	5.441	74,4	60,4	60,5	0,8	4,2	15,1
19	Alcoazul	SP	21.941	22,2	3.285	1.380	-2.128	47.129	34.267	177,0	12.147	27.537	8.566	29,3	71,1	63,4	1,4	-7,7	16,9
20	Melhoramentos	SP	21.604	22,8	4.834	1.983	806	11.609	3.591	15,7	1.083	5.099	6.840	-6,2	127,7	16,6	1,3	15,8	101,4
21	Alcomira	SP	20.780	1,5	2.060	1.794	-402	31.984	23.987	4,9	12.450	6.159	1.621	-0,2	419,3	48,2	1,1	-6,5	-
Total do subsector (30)			884.786	5,2	161.959	56.937	3.339	1.381.673	771.157	4,6	301.811	661.439	291.707	28,0	143,2	44,8	1,2	0,7	-

Cana, Açúcar e Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balanco Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %
			(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %					
1	Coruripe	AL	172.819	5,7	32.136	8.151	20.477	286.148	117.407	1,5	42.636	203.130	56.646	-32,5	40,9	51,4	1,7	10,1	-
2	Corona	SP	171.994	-	42.432	-30.594	-57.160	355.846	276.388	-	149.643	92.000	19.453	-	286,8	56,7	0,4	-62,1	-
3	Santa Elisa	SP	147.109	-31,4	-5.407	-30.345	-26.787	389.058	220.085	15,3	70.737	99.001	96.431	-	293,0	24,4	1,3	-27,1	-
4	Irmãos Biagi	SP	137.825	310,5	27.673	8.023	8.231	150.260	59.719	-2,7	33.862	56.453	8.773	119,9	166,2	36,1	2,1	14,6	223,0
5	Costa Pinto	SP	131.567	-	21.830	2.213	-1.544	258.069	143.982	-	47.609	101.637	-1.218	-	153,9	30,4	0,8	-1,5	-
6	Guarani	SP	130.819	3,0	23.968	12.472	5.903	161.624	50.667	-3,9	31.335	89.882	32.566	-18,8	79,8	43,7	1,1	6,6	145,4
7	Laginha	AL	124.235	6,3	36.704	-8.073	-4.488	196.480	74.525	-9,8	51.415	126.851	47.710	-0,7	54,9	73,8	1,8	-3,5	-
8	Vale do Rosário	SP	116.465	3,2	22.752	10.379	5.838	236.778	117.779	1,8	63.347	90.199	59.309	77,9	162,5	43,2	1,3	6,5	-
9	São João	SP	116.246	-13,6	23.139	17.660	3.555	352.670	242.636	189,6	39.189	225.234	23.650	78,3	56,6	30,8	1,1	1,6	-
10	Ometto Pavan	SP	94.882	3,7	14.136	7.651	924	106	35.856	9,5	41.492	28.691	15.170	466,9	-99,6	-145,2	1,0	3,2	92,2
11	São Francisco Indl	SP	85.390	30,4	12.289	5.196	-636	113.821	64.246	47,3	24.883	27.483	15.080	7,7	314,2	28,8	0,9	-2,3	-
12	Ester	SP	70.041	-24,2	15.791	2.646	260	102.501	44.909	13,5	41.194	36.161	1.656	-359,2	183,5	62,1	0,9	0,7	34,6
13	Estivas	RN	65.855	-5,2	17.121	-1.498	-3.185	97.232	47.276	-7,1	12.680	42.472	18.742	27,6	128,9	23,2	1,2	-7,5	-
14	Santo Antonio Açuc	AL	64.851	23,9	12.801	6.588	161	116.468	75.049	3,3	23.778	53.253	14.891	2,2	118,7	37,6	1,2	0,3	-
15	Santa Adélia	SP	63.907	0,9	12.431	5.325	3.273	76.615	22.310	-43,6	-	42.165	18.410	3.619,2	81,7	-	2,6	7,8	38,3
16	União São Paulo	SP	57.168	-15,9	1.637	7.075	3.113	197.673	150.109	1,2	33.632	135.114	28.707	-2,3	46,3	53,8	1,0	2,3	119,3
17	São Domingos	SP	55.892	18,8	7.183	2.644	234	55.019	27.970	31,1	18.009	16.420	12.940	-15,7	235,1	46,7	1,2	1,4	-

Cana, Açúcar e Alcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %
			(R\$ mil)	Ev.real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %					
18	Usina Delta	MG	55.540	-	13.941	1.905	1.815	65.587	37.180	1,8	25.300	25.629	11.163	-4,8	155,9	63,3	0,7	7,1	55,5
19	Jaboticabal	SP	54.727	-11,9	10.642	4.355	1.276	82.688	36.663	0,6	32.515	26.777	32.403	47,3	208,8	58,2	1,5	4,8	36,1
20	Usina Sapucaia	RJ	54.045	-9,9	1.747	1.865	-2.299	79.478	54.818	-2,7	13.081	53.824	13.188	-19,1	47,7	51,0	1,2	-4,3	-
21	Itaiquara	SP	53.894	-28,9	13.180	628	-17.905	84.865	25.751	-16,6	14.378	4.948	-350	-106,1	1.615,1	18,0	0,9	-361,9	-
22	Irmãos Franceschi	SP	48.429	-5,3	3.765	-1.697	-10.531	70.239	54.041	-18,2	18.629	23.203	-5.228	174.166,7	203,1	40,5	0,5	-45,4	24,6
23	Bela Vista	SP	42.143	13,8	14.528	8.089	1.798	30.322	12.284	-52,1	1.110	18.995	-1.873	-14,6	59,6	9,8	3,9	9,5	-
24	Cerradinho	SP	42.097	-1,7	8.579	5.219	1.511	67.330	40.051	0,4	15.415	33.779	607	-90,6	99,3	46,3	1,0	4,5	-
25	Mendo Sampaio	AL	37.707	-16,0	12.588	6.877	1.366	85.827	45.091	4,8	7.556	44.794	11.106	77,6	78,7	25,3	1,2	3,0	47,1
26	Agrovale	BA	37.599	-0,7	12.599	8.134	258	121.634	98.607	34,1	48.583	53.372	6.868	34,4	119,7	73,3	0,6	0,5	15,0
27	São José	PE	36.370	21,0	6.407	1.347	-275	68.335	40.817	15,4	12.640	44.139	18.376	-22,2	54,8	52,2	1,4	-0,6	-
28	Serra	SP	32.475	-12,9	1.412	4.389	-1.366	61.450	48.217	-4,6	10.532	6.533	-9.544	-6,9	842,0	19,1	0,2	-20,9	-
29	J Pilon	SP	31.562	0,6	10.849	5.260	1.281	61.269	4.139	-8,8	4.448	8.179	13.942	31,4	615,5	8,8	1,2	15,7	-
30	Santa Cruz	RJ	30.969	-9,1	339	-1.451	-1.569	26.762	15.500	3,4	-	9.016	5.279	-	196,8	-	2,2	-17,4	25,8
31	Passa Tempo	MS	30.483	-4,9	6.912	-1.400	6.046	72.363	57.550	-1,6	11.519	39.879	11.592	99,2	81,5	35,5	1,6	-15,2	-
32	Usina Cresciumal	SP	30.084	0,6	4.478	4.496	1.848	50.009	21.379	4,5	25.093	16.457	19.993	36,1	203,9	74,8	1,2	-11,2	89,8
33	Usina União	PE	29.464	20,3	3.924	4.788	-31	113.901	84.566	-4,5	39.582	61.361	14.041	94,2	85,6	75,3	1,8	-0,1	-
34	Barralcool	MT	28.512	-24,6	11.507	5.974	-168	113.657	84.138	39,8	31.946	69.535	26.814	80,5	63,5	72,4	1,7	-0,2	-
35	Paineiras	ES	28.341	41,9	7.662	3.490	423	36.995	13.447	29,1	15.669	9.249	8.213	23,0	300,0	56,5	0,9	4,6	-
36	Santa Fé	SP	24.949	-33,6	1.476	-3	-634	28.245	12.690	-6,4	4.283	6.590	7.886	7,6	328,6	19,8	1,3	-9,6	-
37	São José	SP	24.358	-1,3	5.883	2.410	94	18.980	5.108	7,2	10.687	3.103	7.847	212,4	553,3	62,2	0,9	3,0	-
38	Volta Grande	MG	22.028	74,9	4.945	1.132	-32	60.789	42.893	6,2	8.507	50.109	13.695	-	21,3	79,7	1,8	-0,1	-
Acumulados do subsetor (46)			2.676.658	-	488.620	87.931	-86.378	4.738.015	2.722.188	0,9	1.150.732	2.117.982	690.304	1,1	127,1	41,9	1,2	-	-
Acumulados do subsetor (108)			5.094.917	1,5	943.157	223.814	-70.234	8.086.041	4.683.445	2,6	1.841.905	3.836.904	1.230.772	8,9	118,2	46,5	1,2	0,8	28,5

ANEXO C: Balanços Anuais (1999)

Cana	Sede	Balanço	Demonstração do Resultado						Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
			(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	Zillo Lorenzetti	SP	12/98	87.796	-13,4	20.713	6.397	6.829	186.125	46.750	-6,8	90.584	80.030	50.706	2,2	132,6	85,4	2,3	8,5	23,75
2	Luiz Zillo	SP	12/98	68.329	-20,6	12.301	-2.649	-2.111	177.219	48.488	-4,8	108.053	56.715	74.415	38,8	212,5	89,7	1,5	-3,7	16,83
3	Case	SP	12/98	63.383	-	-16.940	-10.758	-618	252.030	101.254	-	45.703	167.172	24.342	-	50,8	53,9	1,1	-0,4	14,74
4	Agrícola Colombo	SP	12/98	53.325	43,6	16.726	14.953	16.134	101.969	59.317	11,9	26.173	72.411	2.779	-	40,8	88,5	1,0	22,3	17,77
5	Boa Vista	SP	04/98*	53.271	35,2	12.874	-	2.027	-	-	-	45.835	-	-	-	-	-	0,5	-	16,65
6	N Sra do Carmo	SP	04/98*	42.601	194,2	-5.548	4.598	2.954	143.995	88.669	65,4	70.684	44.951	9.756	-	220,3	71,4	2,2	6,6	-
7	BNT	SP	12/98	41.441	-15,5	-3.457	-12.163	-12.162	36.851	408	-98,4	2.309	12.817	-18.344	-	187,5	9,6	0,1	-94,9	-
8	Nova América Cana	SP	12/98	34.606	-32,7	3.108	521	240	86.118	55.318	-1,5	12.060	65.239	7.289	-	32,0	57,8	2,9	0,4	14,26
9	Piratininga	SP	12/98	26.512	-30,2	-342	-9.801	-10.327	37.995	30.527	-12,5	23.412	6.613	2.299	-	474,5	74,6	0,5	-156,2	36,32
10	Agropav	SP	12/98	26.440	-3,1	3.212	3.943	3.468	58.008	25.915	1,4	17.838	30.611	19.072	-	89,5	65,1	4,3	11,3	19,94
11	Agrícola Quatá	SP	12/98	26.089	-21,0	160	-7.630	-7.441	65.218	32.390	-6,3	36.564	13.970	20.181	-30,4	366,8	71,4	1,6	-53,3	12,68
12	Olimpia	SP	12/98	25.323	-	65	-3.072	-3.809	60.793	47.335	-	7.441	45.099	3.640	-	34,8	47,4	1,2	-8,4	14,73
13	Norte Paraná	SP	12/98	25.074	0,8	4.648	1.417	6.948	101.840	66.505	6,0	8.833	89.518	20.085	0,8	13,8	71,7	3,4	7,8	83,58
14	Campo Alto	SP	04/98*	21.205	22,8	-5.023	-8.699	-8.795	76.189	69.914	-4,8	33.732	39.739	-	-	91,7	92,5	0,7	-22,1	29,78
15	Bazan	SP	12/98	18.060	-21,1	2.793	1.244	1.567	35.027	26.336	8,3	6.562	25.690	7.723	-	36,3	70,3	1,3	6,1	9,03
16	Capivara	SP	12/98	16.772	-22,2	2.846	1.414	999	61.165	34.100	0,1	20.915	35.235	10.440	-	73,6	80,7	6,9	2,8	16,21
17	Foz do Mogi	SP	12/98	15.598	-7,5	3.153	-51	-62	27.834	24.046	-0,3	8.991	17.658	2.704	-	57,6	88,4	0,5	-0,4	44,57
18	Agr Pedro Ometto	SP	04/98*	14.889	-	1.016	-16.509	-19.121	123.431	102.630	-	74.075	43.437	8.142	-	184,2	92,6	0,4	-44,0	27,22
19	Jacarezinho	SP	12/98	12.396	-6,8	-414	-2.783	-2.779	20.229	17.648	-9,2	26.262	-9.783	-1.310	173,5	-306,8	87,5	0,5	28,4	-
20	J O	SP	04/98*	12.193	30,2	4.744	4.613	4.394	33.573	27.986	-0,1	-	32.192	-	-	4,3	-	14,8	13,7	12,19
Totais do Setor (40)				765.281	-7,3	67.710	-34.191	-14.611	1.990.522	1.138.236	-0,1	740.240	1.083.361	263.365	13,6	47,5	85,4	1,8	2,4	20,12

Açúcar	Sede	Balanço	Demonstração do Resultado						Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
			(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	União Refinadores	SP	04/98*	870.308	72,1	197.735	-	31.403	-	-	-	41.986	-	-	-	-	-	1,8	-	170,51
2	Piedade	RJ	04/98*	312.314	39,7	15.188	-	-13.880	-	-	-	25.564	-	-	-	-	-	5,9	-	172,74
3	Refinaria Catarinense	SC	12/98	97.450	-14,4	5.923	-15.737	-30.250	93.653	21.556	-78,0	15.832	13.103	1.041	-	614,7	19,6	1,0	-230,9	174,02
4	Olho D'Água	PE	12/98	30.773	-42,2	4.775	1.524	-1.785	88.344	53.165	-11,3	13.733	64.673	15.097	-	36,6	58,0	1,7	-2,8	10,43
5	Nova Aliança	BA	12/98	13.693	-27,0	-2.619	-6.897	-5.884	54.130	44.096	-4,5	1.078	43.180	-925	-	25,4	9,8	1,5	-13,6	24,67
Totais do Setor (10)				1.369.348	-22,0	220.297	-35.125	-31.381	357.797	183.863	-6,9	134.991	143.348	14.114	182,2	31,0	38,7	1,3	-8,2	24,67

Álcool	Sede	Balanço	Demonstração do Resultado						Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	Andrade	SP	12/98	90.425	19,3	7.315	-14.415	-13.692	85.344	35.524	-24,0	19.163	32.384	25.462	-	163,5	36,2	1,4	-42,3	164,41
2	Equipav	SP	12/98	80.366	0,6	2.140	-6.902	9.555	134.789	69.805	13,6	19.663	102.549	21.394	-	31,4	61,0	3,4	9,3	87,64
3	Batatais	SP	04/98*	61.782	13,0	20.060	6.086	4.738	72.414	30.808	-10,4	22.539	43.481	20.956	-	66,5	77,9	1,3	10,9	176,52
4	Alta Mogiana	SP	04/98*	58.410	-25,9	15.131	2.911	2.011	77.874	35.992	8,9	39.603	17.429	15.577	-	346,8	65,5	1,0	11,5	73,19
5	Sanagro	SE	12/98	55.210	-5,4	9.115	5.160	8.044	32.616	19.418	47,6	8.986	17.532	6.271	-	86,0	59,6	2,0	45,9	31,51
6	Destilaria Bazan	SP	12/98	54.324	-20,3	7.145	2.347	1.936	51.395	20.288	-5,1	9.500	18.403	18.294	-	179,3	28,8	1,1	10,5	157,92
7	Debrasa	MS	12/98	48.557	16,4	9.360	5.323	7.750	46.807	32.389	51,9	4.031	37.796	2.516	-	23,8	44,7	2,5	20,5	32,37
8	Univalem	SP	04/98*	47.947	-15,3	6.293	-9.065	-6.701	88.963	50.028	-7,4	28.269	27.729	-	-	220,8	46,2	0,7	-24,2	19,98
9	Mandu	SP	04/99*	44.587	210,7	5.513	-11.340	-8.102	51.353	33.635	-7,4	16.545	16.260	-785	-	215,8	47,1	0,4	-49,8	78,22
10	Aralco	SP	12/98	35.877	14,5	8.491	28	117	37.562	16.458	2,2	11.742	12.642	9.193	-	197,1	47,1	1,7	0,9	102,51
11	Unialco	SP	04/98*	35.423	-	8.744	-524	-896	41.960	28.833	-	7.508	14.822	-	-	183,1	27,7	0,7	-6,0	22,46
12	Alcoazul	SP	12/98	31.661	11,9	1.865	-9.036	-12.659	37.598	32.320	-11,8	15.838	8.311	-2.798	-	352,4	54,1	0,4	-152,3	24,35
13	Gramame	PB	12/98	31.059	-26,2	9.103	1.228	662	57.371	29.931	14,4	1.595	42.947	11.669	-	33,6	11,1	3,6	1,5	24,99
14	Clealco	SP	04/98*	30.901	13,1	833	-6.218	-6.331	30.236	19.368	-19,4	3.629	11.395	5.727	-	165,3	19,3	0,8	-55,6	30,63
15	Japungu	PB	12/98	30.320	-9,5	2.496	-2.469	-2.391	52.273	16.723	-7,3	23.804	16.951	17.870	-	208,4	67,4	2,3	-14,1	13,99
16	Alcomira	SP	12/98	30.230	39,4	7.619	-700	-605	36.911	26.315	10,7	18.835	5.014	3.183	-	636,2	59,1	0,9	-12,1	60,46

Álcool	Sede	Balanço	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros							
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
17	Vale do Ivaí	PR	12/98	29.089	-12,6	5.439	-2.853	-1.398	38.437	25.483	-4,5	17.258	15.987	5.132	40,3	140,4	76,9	1,0	-8,7	77,36
18	Lasa Linhares	ES	12/98	23.268	-11,5	2.416	-1.340	1.545	38.801	19.033	21,5	20.898	8.096	8.726	-	379,3	68,1	2,6	19,1	235,03
19	Generalco	SP	12/98	20.360	-31,2	213	-4.391	-4.201	28.937	19.021	3,7	1.584	12.653	-4.437	-	128,7	9,7	0,6	-33,2	135,73
20	Branco Peres	SP	12/97*	17.641	8,8	3.496	1.575	1.336	17.552	7.974	5,6	2.726	9.508	5.678	35,6	84,6	33,9	1,9	14,1	141,13
21	Agropeu	MG	12/98	13.513	14,0	5.142	2.712	2.163	20.972	9.512	-0,1	4.820	12.719	8.626	-	64,9	58,4	3,4	17,0	27,03
22	Melhoramentos	SP	12/98	12.590	-41,7	-131	-3.533	-3.511	15.570	3.529	-1,7	12.871	1.588	10.128	57,8	880,5	92,0	1,2	-221,1	59,11
23	Santa Olinda	CE	12/98	12.071	-33,8	2.287	-1.709	6.913	32.401	24.033	-10,8	5.033	18.028	2.483	-	79,7	35,0	1,2	38,3	19,47
24	Cridasa	ES	12/98	11.826	82,8	-925	-2.635	-2.635	20.900	15.362	1,5	1.212	9.042	-6.506	-	131,1	10,2	0,6	-29,2	-
25	Dasa	MG	12/98	9.856	78,3	-93	-3.738	-3.724	11.926	7.745	-7,6	6.014	-1.227	-2.171	-	-1.072,0	45,7	0,4	303,6	28,16
26	Centroalcoool	GO	12/98	7.697	-7,7	1.526	-42	9	34.761	2.478	-32,3	2.216	829	181	-	3.932,6	6,8	1,0	1,0	51,31
27	Pagrisa	PA	12/98	5.194	-15,5	1.659	-581	-552	13.641	5.898	-8,5	748	10.918	1.855	-	24,9	27,5	1,8	-5,1	-
28	Vale Verde	SP	12/98	3.036	-42,2	-362	-1.306	2.385	21.115	18.749	6,0	12.504	268	-6.171	-	7.782,2	60,0	0,1	890,3	11,68
29	Albesa	ES	12/98	2.778	2,7	607	-332	-335	9.628	7.672	617,5	-	4.608	-1.651	-	108,9	-	1,1	-7,3	23,15
30	Decasa	SP	12/98	1.794	-82,0	-978	-2.236	-2.763	69.502	4.452	-41,5	47.381	-20.032	-1.985	-	-446,9	52,9	17,2	13,8	37,37
31	Brasil Central	GO	12/98	-	-	-	-20	-20	645	89	-	318	327	554	-	97,2	100,0	-	-6,1	-
32	Sinop	MT	12/98	-	-	-	-7.335	-7.223	77.280	17.155	-	43.991	-32.246	-5.389	-	-153,6	88,8	-	22,4	-
Totais do Setor (32)				937.791	-5,4	141.521	-65.352	-28.577	1.327.534	686.020	-4,4	430.824	476.707	169.581	40,3	135,8	52,9	1,2	1,0	44,34

Cana, Açúcar e Álcool	Sede	Balanço	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros							
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %	
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %			(R\$ mil)	Var %						
1	Barra Açúcar e Álcool	SP	04/98*	326.262	-	51.537	-376	2.654	538.881	221.905	-	96.518	173.691	297	-	210,3	26,4	0,6	1,5	61,43
2	Santa Elisa	SP	12/98	250.367	-	13.390	-42.274	-24.673	408.559	193.570	-	156.065	135.482	112.029	-	201,6	57,1	1,2	-18,2	166,91
3	Costa Pinto	SP	12/98	215.689	57,1	28.949	561	-8	327.209	212.162	33,7	71.952	162.107	-6.201	-	101,9	43,6	0,7	-	58,29
4	Sao Martinho	SP	04/98*	213.733	133,3	86.454	26.617	16.108	526.794	379.190	72,5	174.238	257.275	91.400	-	104,8	64,7	0,8	6,3	50,12
5	Coruripe	AL	12/98	167.750	-4,4	33.681	9.097	5.413	477.221	109.491	-6,4	110.647	210.265	131.278	-	91,1	57,8	1,3	2,6	34,83

Cana, Açúcar e Alcool	Sede	Balançaço	Demonstração do Resultado						Balançaço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo				Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	NCG		EG %	EF %	LC %	RPL %	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)	(R\$ mil)		Var %	(R\$ mil)			Var %						
6	Irmãos Biagi	SP	04/98*	166.964	16,1	42.554	12.335	11.208	138.495	60.156	0,7	36.804	63.415	50.847	-	118,4	49,0	1,5	17,7	203,12
7	Nova América	SP	12/98	161.571	20,8	38.761	15.023	49.790	120.326	26.785	8,6	17.201	60.714	20.748	-	98,2	28,9	2,1	82,0	229,83
8	Corona	SP	12/98	150.019	-16,4	28.229	-36.933	-50.338	427.234	355.294	28,6	194.393	79.790	-9.201	-	435,4	56,0	0,4	-63,1	66,85
9	Santa Elisa	SP	12/98	147.109	-25,8	-5.407	-	-26.787	-	-	-	135.384	-	-	-	-	-	1,3	-	18,39
10	Itamarati	MT	04/98*	145.551	-	27.828	-45	-37.984	630.191	535.551	-	309.546	256.219	46.318	-	146,0	82,8	0,4	-14,8	-
11	Zillo Lorenzetti	SP	12/98	136.713	-52,6	-13.688	-33.987	-16.513	356.104	100.199	7,0	190.364	61.085	145.169	-15,1	483,0	64,5	1,7	-27,0	70,25
12	Barra Grande	SP	12/98	130.605	-28,1	-9.386	-35.592	-19.494	260.756	90.185	4,4	165.087	42.927	106.079	-21,9	507,4	75,8	1,2	-45,4	72,32
13	Laginha	AL	12/98	126.019	-2,8	34.945	-5.171	1.014	194.750	91.728	17,8	40.654	133.282	46.328	-	46,1	66,1	1,9	0,8	-
14	Guarani	SP	12/98	120.766	-7,7	26.707	11.596	3.818	167.298	92.655	82,9	20.994	92.793	17.211	-39,3	80,3	28,2	1,2	4,1	113,50
15	Vale do Rosário	SP	12/98	116.465	11,6	22.752	-	6.747	-	-	-	86.606	-	-	-	-	-	1,4	-	147,42
16	Ometto	SP	04/98*	112.087	-	40.517	-	6.080	-	-	-	89.167	-	-	-	-	-	1,1	-	33,48
17	Usina Caeté	AL	12/98	104.317	-18,6	29.306	27.494	18.909	362.437	179.133	2,4	53.899	278.367	70.501	61,5	30,2	64,1	2,7	6,8	47,20
18	Ometto Pavan	SP	04/98*	90.825	-8,3	7.565	-1.631	-664	106.840	43.222	20,5	61.515	28.287	37.680	-	277,7	78,3	0,8	-2,4	54,39
Totais do Setor (77)				4.993.556	-6,4	840.690	-94.574	-88.184	9.649.814	5.336.930	0,7	3.464.638	4.059.468	1.487.083	1,0	135,3	54,6	1,2	-0,4	50,12
Acumulados do Setor (159)				8.065.976	-6,9	1.270.218	-229.242	-162.753	13.325.667	7.345.049	-2,3	4.770.693	5.762.884	1.934.143	27,0	91,4	53,8	1,2	0,3	34,51

(*) O balanço da empresa fecha em outro mês que não dezembro

ANEXO D: Balanços Anuais (2000)

Cana	Sede	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	ROA %	GE (%)	EVA (R\$ mil)	RLF %
		(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %									
1 Laginha	AL	115.460	-17,3	42.358	17.710	7.690	196.854	93.771	2,2	37.063	141.860	53.054	69.300	-2.478	3,9	27,9	-13.589	138,11
2 Case (*)	SP	63.383		-16.940	-10.758	-618	252.030	101.254	-	45.703	167.172	2.785	15.841	-13.057	-0,3	33,7	-25.694	14,74
3 Luiz Zillo	SP	46.197	-38,9	3.435	-25.382	-24.649	136.242	41.698	-14,0	90.319	32.066	-13.024	45.372	-55.404	-18,1	76,5	-29.459	11,38
4 Zillo Lorenzetti	SP	41.596	-57,2	3.472	-28.175	-28.185	169.040	40.321	-13,8	104.892	33.494	-3.763	48.681	-47.570	-16,7	80,2	-33.209	11,25
5 Nova América Cana	SP	36.121	-6,3	6.616	2.787	-6.706	94.177	52.513	-5,1	14.480	58.533	12.840	-1.995	14.836	-7,1	37,9	-15.486	14,80
6 Agrícola Colombo	SP	35.164	-40,5	-980	-4.085	-3.642	99.137	65.133	9,8	23.366	68.774	5.436	3.280	2.156	-3,7	30,6	-13.958	11,72
7 Agropav	SP	29.292	0,1	-7.075	-7.368	-4.808	60.269	20.475	-21,0	20.268	25.391	25.803	20.850	4.975	-8,0	57,9	-8.616	8,74
8 Piratininga	SP	27.520	-6,3	-1.878	-12.034	-14.312	30.549	22.776	-25,4	30.072	-7.775	-2.528	3.567	-6.095	-46,9	125,5	-13.145	37,70
9 BNT	SP	25.104	-43,1	1.218	-5.296	-5.296	39.226	282	-30,9	2.554	7.822	-9.863	-9.269	-595	-13,5	80,1	-6.469	13,89
10 N Sra do Carmo (**)	SP	25.525	-	-19.598	-15.782	-4.974	81.386	75.030	-15,4	-	79.299	2.189	-1.042	3.211	-6,1	2,6	-16.869	-
11 Campo Alto (**)	SP	25.405	-	-2.078	-7.695	-7.984	66.863	61.927	-11,4	26.427	31.755	-4.524	-3.182	-1.342	-11,9	52,5	-12.747	35,68
12 Olímpia (*)	SP	25.323	-	65	-3.072	-3.809	60.793	47.305	-	7.441	45.099	869	3.640	841	-6,3	25,8	-10.574	14,73
13 Boa Vista (**)	SP	25.025	-	-3.532	-14.337	-14.061	104.362	89.430	-4,1	56.364	43.701	-2.033	6.819	-8.853	-13,5	58,1	-20.616	7,82
14 Norte Paraná	SP	23.981	-13,6	5.997	460	5.518	148.017	123.364	85,5	9.384	131.243	7.363	4.053	3.671	3,7	11,3	-14.168	30,16
15 Agrícola Quatá	SP	21.397	-25,9	1.251	-18.522	-18.403	58.825	31.348	-3,2	52.176	-3.646	-17.343	21.655	-38.968	-31,3	106,2	-17.856	10,19
16 Bazan	SP	20.404	2,0	3.771	-1.145	-1.145	33.174	28.212	7,1	2.434	24.406	-2.829	2.836	-5.665	-3,5	26,4	-4.806	10,20
17 Anel Viário	SP	19.374	-6,9	4.724	173	294	46.871	18.381	-5,6	11.142	21.689	1.380	-847	2.227	0,6	53,7	-2.959	-
18 Capivara	SP	16.077	-13,4	3.579	2.886	3.488	59.364	30.099	-11,7	11.148	43.221	20.295	8.614	11.681	5,9	27,2	-2.995	19,85
19 Foz do Mogi	SP	14.543	-15,8	1.557	-1.607	-1.079	26.439	21.618	-10,1	7.648	16.576	710	2.273	-1.563	-4,1	37,3	-3.565	41,55
20 J O (**)	SP	11.335		2.483	3.196	2.136	20.361	19.622	-29,9	-	17.935	179	-233	412	10,5	11,9	-554	18,89
Acumulado do Subsetor (40)		719.918	-16,5	22.726	-137.745	-126.930	2.160.332	1.260.011	-4,1	652.246	1.219.002	106.612	270.538	-132.187	3,7	33,7	-309.781	14,01

Açúcar	Sede	Demonstração do Resultado					Balança Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	ROA %	GE (%)	EVA (R\$ mil)	RLF %
		(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %									
1 União Refinadores (**)	SP	188.074	-71,2	41.708	-11.997	-24.726	292.157	186.677	-3,9	52.974	122.797	-35.568	2.864	-38.081	-8,5	58,0	-43.146	-
2 Refinaria Catarinense	SC	87.295	-19,1	13.744	-6.968	-4.763	80.712	30.521	41,6	18.092	9.172	-18.019	-18.089	183	-5,9	88,6	-6.139	242,49
3 Piedade (**)	RJ	34.427	-80,7	-1.081	-8.860	-6.242	111.381	71.045	168,7	770	87.436	16.105	1.493	14.612	-5,6	21,5	-19.357	244,16
4 Olho D'Água	PE	31.667	-7,1	3.274	-717	-3.828	83.410	47.189	-11,2	19.318	56.557	11.055	22.441	-9.179	-4,6	32,2	-12.312	10,73
5 Passos	MG	22.354	56,1	2.963	-200	-85	21.423	517	-29,1	-	9.440	-196	-643	1.044	-0,4	55,9	-1.501	72,11
Acumulado do Subsetor (10)		397.441	-35,5	59.594	-49.270	-58.711	770.232	470.223	-4,1	135.775	383.655	-56.475	12.614	-56.987	-5,8	45,4	-116.260	48,14

Álcool	Sede	Demonstração do Resultado					Balança Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	ROA %	GE (%)	EVA (R\$ mil)	RLF %
		(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %									
1 Destilaria Bazan	SP	64.842	7,8	11.336	1.818	1.229	50.615	19.994	-1,5	6.634	19.514	-2.741	-4.610	1.869	2,4	61,5	-1.698	185,26
2 Alta Mogiana (**)	SP	63.887	-	14.710	2.064	2.331	74.050	37.117	3,1	30.635	19.759	474	13.283	-12.809	3,2	73,3	-663	80,06
3 Univalem (**)	SP	55.621	-	15.371	-5.504	-9.290	84.920	45.807	-8,4	30.745	19.343	-13.816	42	-6.064	-10,9	77,2	-12.191	23,18
4 Aralco	SP	47.345	19,2	11.645	608	894	38.555	19.606	19,1	8.822	13.536	-690	3.166	-3.185	2,3	64,9	-1.137	135,27
5 Mandu (**)	SP	44.587	-	5.513	11.340	-8.102	51.353	33.635	-7,4	16.545	16.260	-13.144	-785	-12.359	15,8	68,3	-10.541	78,22
6 Vale Verdão	SP	39.753	-20,9	3.635	1.757	1.607	90.539	63.034	305,7	22.510	53.574	12.972	8.051	7.466	1,8	39,2	-6.429	79,51
7 Galo Bravo	SP	36.864	-4,3	-2.468	-3.023	-3.298	63.654	58.842	-5,2	6.395	37.896	-14.120	-11.359	-2.761	-5,2	40,5	-8.982	122,88
8 Pioneiros (**)	SP	33.283	-	3.210	5.993	-3.819	36.848	13.713		24.886	496	-1.210	5.258	-6.468	-10,4	98,7	-3.893	554,72
9 Jardest (**)	SP	31.869	-	3.269	-7.092	-4.473	47.380	35.445	166,5	9.668	18.987	-13.607	-5.728	-7.879	-9,4	59,9	-7.321	106,23
10 Alcídia (*)	SP	29.191	-	1.769	-2.949	-2.877	83.459	27.346	-9,9	43.193	23.612	39.661	42.673	-2.701	-3,5	70,8	-6.419	53,37
11 Denusa (*)	DF	28.604	-	3.152	-254	-287	77.736	41.306	-7,8	42.540	16.729	12.365	13.421	-1.040	-0,4	78,5	-2.796	74,49
12 Japungu	PB	25.324	-24,8	870	-5.908	-5.859	50.752	17.945	7,3	28.024	10.885	12.518	19.819	-6.764	-11,5	78,6	-7.492	11,64
13 Gramame	PB	24.514	-28,7	7.382	1.177	1.313	63.900	28.467	-4,9	7.941	44.047	13.174	11.967	1.971	2,1	31,1	-5.294	19,72
14 Outeiro (*)	RN	22.330	-	2.393	-20	-20	27.987	11.866	-11,5	-	5.967	8.585	-2.510	11.095	-0,1	78,7	-915	69,35
15 Generalco	SP	20.524	-9,0	3.896	-1.491	-1.458	29.781	16.514	-13,2	1.530	11.195	-4.603	-3.463	-834	-4,9	62,4	-3.137	136,62
16 Alcomira	SP	20.486	-38,8	5.220	-3.792	-3.765	38.348	29.331	11,5	22.359	1.328	-4.212	-606	-2.160	-9,8	96,5	-3.964	40,97
17 Alcoazul	SP	19.856	-43,4	1.162	-6.055	-5.258	37.793	27.084	-16,2	16.727	6.239	476	1.252	-236	-13,9	83,5	-6.194	15,27

Álcool	Sede	Demonstração do Resultado					Balço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros							
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	ROA %	GE (%)	EVA (R\$ mil)	RLF %	
		(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %										
18 Disa (*)	ES	19.518	-	-743	-2.183	-7.728	43.359	16.982	-39,9	4.789	34.300	8.937	6.725	2.211	-17,8	20,9	-12.873	12,20	
19 Lasa Linhares	ES	17.278	-32,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	187,81
20 Destivale	SP	17.149	-27,1	87	-3.592	-3.612	14.358	6.402	-13,3	4.847	2.708	-3.160	-1.028	-1.360	-25,2	81,1	-4.018	28,58	
21 Agropeu	MG	15.269	2,1	3.003	479	349	19.907	8.773	-7,8	4.776	12.963	8.642	5.827	2.815	1,8	34,9	-1.596	30,54	
22 Melhoramentos	SP	14.288	2,5	1.342	-4.067	-2.389	28.867	14.313	305,6	3.633	16.663	1.222	-798	3.155	-8,3	42,3	-4.888	65,84	
23 Miriri (*)	PB	13.901	-	189	-7.757	-2.905	65.707	32.846	10,5	31.770	8.430	-17.537	6.518	-23.385	-4,4	87,2	-4.170	32,33	
24 Medasa (*)	BA	12.965	-	3.229	-5.233	-5.277	49.846	10.383	-29,0	24.893	13.340	5.502	-2.872	8.377	-10,5	73,2	-7.228	41,16	
25 Pagrisa	PA	9.124	58,7	2.893	2.543	2.015	16.403	5.978	1,4	519	13.179	2.296	746	1.550	12,3	19,7	38	-	
26 Dasa	MG	8.556	-21,6	1.899	-1.042	-1.271	12.357	7.173	-7,4	6.792	-2.484	-6.576	-1.628	-4.948	-10,3	120,1	-898	68,44	
27 Alcon	ES	5.737	-15,8	981	730	466	5.559	3.131	-11,4	348	3.795	920	966	-39	8,4	31,7	-103	60,39	
28 Albesa	ES	2.600	-15,5	438	-499	-499	9.436	7.880	2,7	-	4.732	-1.528	-	-1.528	-5,3	49,9	-1.209	21,67	
29 Brasil Central	GO	-	-	-	-12	-12	648	89	-	333	315	559	72	487	1,9	51,4	-59	-	
Acumulados do Subsetor (29)		745.175	-15,8	105.384	-66.632	-61.946	1.214.115	639.003	-7,4	401.855	427.309	31.360	104.399	-55.520	-5,0	66,6	-126.042	65,84	

Cana, Açúcar e Álcool	Sede	Demonstração do Resultado					Balço Patrimonial					Indicadores econômico-financeiros						
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	Permanente		DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	ROA %	GE (%)	EVA (R\$ mil)	RLF %
		(R\$ mil)	Evol. Real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)		(R\$ mil)	Var %									
1 Santa Elisa	SP	262.799	-5,2	72.538	4.312	20.352	395.473	215.023	11,1	152.582	150.768	-11.451	76.679	-88.130	5,2	61,9	-2.264	244,69
2 São Martinho (**)	SP	213.697	-	47.946	-59.270	-14.874	598.719	447.209	17,9	206.742	308.899	-96.909	68.093	-165.001	-2,5	48,4	-61.209	50,12
3 Corona (**)	SP	183.779	10,6	34.620	107.199	57.401	581.648	365.723	250,3	181.828	136.845	-162.587	-60.350	-102.237	9,9	76,5	36.874	81,90
4 Zillo Lorenzetti	SP	175.723	16,1	32.660	-17.739	-1.013	357.923	111.939	11,7	202.449	60.072	84.821	159.246	-73.927	-0,3	83,2	-10.024	90,30
5 Itamarati (**)	MT	168.179	-	45.842	-20.703	-207	662.269	591.109	10,4	336.386	256.012	-177.976	15.249	-193.225	0,0	61,3	-38.609	-
6 Irmãos Biagi (**)	SP	150.306	-	26.305	-13.545	-12.158	232.538	146.864	144,1	76.310	111.148	17.442	48.280	-65.722	-5,2	52,2	-28.830	199,06
7 Coruripe	AL	147.616	-20,5	44.657	-2.902	1.246	512.300	117.307	7,1	60.661	207.856	72.232	53.171	33.274	-0,2	20,2	-29.932	30,65
8 Vale do Rosário (**)	SP	147.283	-	32.948	14.046	8.766	355.185	201.481	71,8	87.993	147.712	29.369	41.139	-11.170	2,5	58,4	-13.391	226,59
9 Barra Grande	SP	134.356	-7,1	31.784	-24.894	-15.499	246.569	91.644	1,6	157.990	27.428	35.935	94.860	-58.430	-6,3	86,9	-19.613	74,39
10 Usina Caeté	AL	132.803	15,0	35.599	5.365	4.055	361.923	179.240	0,1	55.867	284.105	110.080	80.078	30.002	1,1	21,5	-38.561	60,09
11 Guarani	SP	130.501	-2,4	42.829	7.937	-6.554	181.455	88.537	-4,4	35.640	85.696	4.306	24.015	-19.369	-3,6	52,8	-19.408	122,65

12	Usina Nova América	SP	123.582	-30,9	36.610	963	12.173	234.624	147.069	449,1	20.308	180.524	32.797	22.372	10.425	5,2	23,1	-14.906	154,86
13	USJ (**)	SP	119.814	-	8.202	-40.149	-25.862	367.482	252.319	-12,8	117.673	226.994	-50.848	14.520	-66.368	-7,0	38,2	-59.911	184,90
14	Usina Colombo	SP	106.034	20,4	16.820	6	-10	86.297	33.028	7,7	34.142	28.608	32.041	25.013	7.027	0,0	66,9	-4.301	132,50
15	Ometto Pavan (**)	SP	92.933	-	11.414	-29.731	-30.721	137.192	70.376	62,8	87.484	22.416	-44.176	14.481	-59.197	-22,4	83,7	-34.083	55,65
16	Andrade	SP	89.429	-10,7	5.201	-10.167	8.131	82.024	38.558	8,5	20.524	27.450	-5.952	7.291	-13.244	-9,9	66,5	-12.249	162,60
17	Ometto (**)	SP	88.320	-	10.402	-27.674	-3.382	313.033	244.419	20,5	112.942	180.950	-31.921	27.986	-59.907	-1,1	42,2	-30.524	26,38
18	Alto Alegre (**)	SP	82.957	776,3	21.816	5.111	3.590	110.649	70.221	12,5	30.564	37.174	1.828	14.641	-12.813	3,2	66,4	-1.986	129,62
Acumulado do Subsetor (83)			4.828.436	-8,5	977.288	-355.477	-185.612	10.401.714	6.184.769	1,7	3.027.844	4.572.659	-164.302	1.149.400	-1.257.313	-1,8	50,1	-871.511	65,88
Totais do Setor (162)			6.690.971	-11,1	1.164.993	-609.124	-433.200	14.546.393	8.554.007	-1,5	4.217.719	6.602.624	-82.805	1.536.950	-1.502.007	-3,4	49,8	-1.423.594	41,35

Todos os balanços são de dezembro de 1999, salvo as seguintes anotações:

(*) A empresa não publicou ou não enviou o balanço até a data da pesquisa. Foi utilizado o último balanço de 1998

(**) O balanço da empresa fecha em outro mês que não dezembro

ANEXO E: Balanços Anuais (2001)

Cana	Sede	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros					
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %	
		(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)									
1	Laginha	AL	170.388	29,2	62.206	9.667	6.146	345.858	50.305	148.081	55.156	84.025	29,4	-11.623	203,81
2	Agrícola Colombo	SP	69.165	72,2	26.449	23.626	26.435	129.535	34.134	87.816	-611	461	32,2	15.897	23,05
3	Luiz Zillo	SP	45.757	-13,3	6.247	770	6.050	142.941	74.521	38.164	-27.159	36.483	73,3	1.470	11,27
4	Zillo Lorenzetti	SP	38.206	-19,6	5.549	1.446	6.293	157.799	79.112	39.819	-43.531	30.605	74,8	1.515	10,33
5	Nova América Cana	SP	36.121	-	6.616	2.787	-6.706	94.177	14.480	58.533	12.840	11.581	37,9	-13.730	14,80
6	Anel Viário	SP	34.571	56,2	10.996	6.932	7.031	55.551	9.852	28.720	7.876	2.620	48,3	3.585	-
7	Campanário	SP	34.144	221,5	13.126	10.398	6.869	130.231	17.813	100.759	51.992	38.112	22,6	-5.223	14,98
8	Orlando Chesini Ometto (**)	SP	32.552	-	-21.871	-38.316	-44.230	157.932	67.303	66.250	8.022	31.095	58,1	52.180	10,50
9	Agrícola Quatá	SP	30.006	22,7	10.860	7.494	11.885	68.388	50.703	8.239	-18.469	11.985	88,0	10.896	14,29
10	Agropav	SP	29.292	-	-7.075	-7.238	-4.808	60.269	20.268	25.391	25.803	21.454	57,9	-7.855	8,74
11	Monte Sereno (**)	SP	27.796	-17,9	4.214	751	518	48.575	16.918	24.650	-13.076	3.908	49,3	-2.440	-
12	Piratininga	SP	27.527	-12,5	7.375	-2.507	-7.050	30.566	39.488	-14.825	2.223	6.168	148,5	-5.271	37,71
13	Norte Paraná	SP	26.568	-3,0	9.986	3.223	9.417	160.357	10.754	140.439	-295	227	12,4	-7.436	33,42
14	Boa Vista (**)	SP	26.229	-8,3	4.103	-2.216	-3.242	103.031	57.609	40.459	2.840	7.715	60,7	-8.097	8,20
15	BNT (*)	SP	26.104	-	1.218	-5.296	-5.296	39.226	2.554	7.822	-9.863	-9.269	80,1	-6.234	13,89
16	Bazan	SP	21.428	-8,1	2.400	812	816	25.200	2.246	19.293	-3.661	-	23,4	-1.499	10,71
17	Foz do Mogi	SP	20.365	22,6	8.061	5.036	3.244	28.672	2.770	19.812	648	1.787	30,9	866	58,18
18	Campo Alto (**)	SP	17.447	-39,9	-2.295	-8.220	-8.444	71.366	36.974	23.311	-1.838	-570	67,3	-11.241	12,99
19	N Sra do Carmo (**)	SP	16.647	-42,9	5.057	3.968	-11.768	47.154	-	41.304	4.493	1.673	12,4	-16.725	-
20	Capivara	SP	16.077	-	3.579	2.886	3.488	59.364	11.148	43.221	20.295	11.035	27,2	-1.698	19,85
21	Jacarezinho	SP	15.455	72,9	2.489	-180	-235	59.122	21.515	32.922	1.358	627	44,3	-4.186	14,87
22	Santa Amélia	SP	12.255	70,2	6.714	4.848	3.115	12.531	1.317	9.658	2.160	1.477	22,9	1.956	22,28
23	Furlan (**)	SP	11.527	-10,4	4.914	4.573	3.449	22.526	3.395	17.460	2.573	2.580	22,5	1.354	32,93
24	Delta (*)	MG	7.119	-	-1.019	-1.419	-1.419	6.429	3.022	2.331	1.820	1.815	63,7	-1.699	6,01
25	Vale do Rio Grande	MG	6.795	15,5	-2.267	-2.588	-2.588	32.765	27.577	-7.924	-618	7.432	100,0	-1.637	-

Cana		Sede	Demonstração do Resultado					Balço Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
26	Cresciumal (**)	SP	6.614	-	990	-560	1.635	37.066	1.047	33.205	2.658	-2.620	10,4	-2.350	8,78
27	Planagri	GO	6.171	6,1	3.518	4.179	4.185	59.476	8.598	50.405	-669	4.746	15,3	-1.863	30,85
28	J O (**)	SP	6.102	-52,9	1.793	896	668	21.847	-	18.488	517	-1.386	15,4	-1.551	10,17
29	Apecarb	ES	6.000	41,1	2.333	1.730	3.352	28.081	21.245	5.025	3.345	3.653	82,1	2.749	7,06
30	Lagrisa (*)	ES	4.566	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14,01
31	Rodrigues Alves (**)	SP	3.033	36,4	779	-1.646	-17	31.963	9.115	21.753	-2.896	1.866	31,9	-2.627	15,40
32	Pontal Agropecuária (**)	SP	1.878	-	-2.893	-12.535	-12.521	23.980	24.949	-11.113	17.257	17.496	146,3	-11.187	2,50
33	AJC (**)	SP	1.594	1.175,4	1.589	-11.222	-11.500	55.310	15.020	23.477	528	517	57,6	-14.317	1,71
34	Agrovale (Vale do Tietê) (**)	SP	1.529	305,4	473	-955	446	11.849	6.952	4.319	-945	218	63,6	-72	18,42
35	Quagliato	SP	1.444	4,3	1.444	1.536	1.348	3.315	-	3.280	453	-36	1,1	955	361,00
36	Capuava	SP	1.202	46,9	466	244	184	2.143	51	1.969	1.369	1.425	8,1	-53	23,12
37	Fazenda Palmeiras	SP	692	15,3	157	51	36	759	-	517	204	179	32,0	-26	5,77
38	Águas Claras	SP	548	-	548	744	628	2.315	-	2.298	1.376	78	0,7	352	-
39	Santa Maria Guataporanga	SP	534	49,2	190	-354	-536	14.016	1.131	7.999	5.137	1.227	42,9	-1.495	5,34
40	São Jerônimo (**)	SP	473	-91,4	-831	-1.462	-1.445	35.975	3.962	31.723	-248	309	11,8	-5.252	-
41	Monte Alegre	PB	411	-	152	-44	-44	10.859	5.099	5.475	1.428	1.410	49,6	-701	1,94
42	Vale do Corumbataí	SP	368	112,4	368	327	298	3.195	-	3.185	293	296	0,3	-85	-
43	Nova Louzã (**)	SP	325	-95,0	-2.000	-1.510	-1.423	27.743	7.262	16.205	-2.480	-2.210	41,6	-3.368	-
44	Agrícola Diamantina (*)	SP	252	-	252	-265	-278	10.466	-	8.320	2.089	2.056	0,7	-1.276	-
45	Debelma (**)	SP	85	-	85	57	57	1.085	-	1.082	58	31	0,3	-73	-
46	Santa Cruz	SP	0	-99,9	0	2.621	1.637	66.231	-	65.916	12.191	-149	0,6	-6.273	-
Acumulado do Subsetor (46)			843.361	6,1	177.045	3.070	-14.319	2.537.330	760.269	-4	652.246	334.132	32,2	-169.747	132.187,00

Açúcar	Sede	Demonstração do Resultado						Balanco Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %	
		(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)									
1	Refinaria Catarinense	SC	57.788	-42,1	10.200	-9.112	-9.351	78.060	12.572	-111	-26.731	-34.129	100,1	-9.337	160,52
2	Olho D'Água	PE	36.306	0,4	12.543	4.456	755	86.121	21.902	51.562	14.285	17.722	40,1	-5.433	12,31
3	Passos	MG	25.605	0,3	5.054	1.321	1.081	25.447	-	10.419	9.150	8.918	59,1	-169	82,60
4	Nova Tamoio (*)	SP	15.721	-	5.060	-7.892	-7.878	68.351	34.821	27.197	-28.271	5.731	60,2	-11.142	-
5	Quissaman (*)	RJ	7.563	-	-1.537	-4.975	-4.975	35.433	11.479	6.508	4.049	618	81,6	-5.756	11,49
6	Carapebus	RJ	6.307	-10,4	-491	-2.352	-2.352	21.653	5.493	-87	-36	-17	80,9	-2.342	11,12
7	Nova Aliança (*)	BA	5.121	-	-4.583	-6.811	-5.792	48.850	1.167	37.388	545	796	23,5	-10.279	9,23
8	Itapetingui	BA	1.049	446,7	1.044	-1.243	-1.286	4.883	1.906	1.298	1.787	542	73,4	-1.442	0,66
9	Usina Monte Alegre	PB	563	-89,9	563	-238	-238	20.531	-	17.957	2.774	-	12,5	-2.393	5,57
10	Vassouras	SE	495	-12,5	-546	-524	2.498	15.580	3.044	11.481	4.834	3.194	26,3	1.120	4,95
11	N Sra Lourdes (*)	PE	395	-	-678	-1.537	-633	20.601	8.681	6.621	-2.326	-1.039	67,9	-1.427	1,13
12	Rio Grande	MG	201	-90,1	-3	-831	-418	24.210	3.412	15.226	1.676	1.576	37,1	-2.245	-
Acumulado do Subsetor (12)			157.114	-11,4	26.626	-29.738	-28.589	449.720	104.477	185.459	-18.264	3.912	59,6	-50.845	10,18

Álcool	Sede	Demonstração do Resultado						Balanco Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
		Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %	
		(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)									
1	Destilaria Bazan	SP	83.746	13,0	29.370	17.875	12.872	75.214	18.875	23.860	10.406	32.688	68,3	10.009	239,27
2	Alta Mogiana (**)	SP	68.970	-5,5	27.128	6.912	5.719	115.891	30.680	42.032	4.605	18.882	63,7	675	86,43
3	Mandu (**)	SP	44.004	-13,6	11.368	-3.243	-1.676	55.689	12.560	22.584	-4.105	-1.526	59,5	-4.386	77,20
4	Vale Verdão (*)	SP	39.753	-	3.635	1.757	1.607	90.539	22.510	53.574	12.972	8.051	39,2	-4.822	79,51
5	Gramame	PB	37.972	35,6	16.056	10.425	7.014	71.187	2.087	51.903	24.968	14.174	27,1	785	63,29
6	Aralco	SP	37.891	-30,0	12.956	476	553	49.794	8.789	7.950	5.775	10.851	84,0	-401	108,26
7	Jardest (**)	SP	34.879	-4,2	9.612	-3.864	-2.649	47.507	17.320	12.722	-8.865	2.335	73,2	-4.176	116,26
8	Disa	ES	32.822	67,4	12.110	-708	-5.469	60.043	14.707	33.577	807	11.695	44,1	-9.498	20,51
9	Galo Bravo	SP	31.301	-25,7	-2.593	-2.437	-2.490	65.019	7.704	35.421	-11.341	-7.278	45,5	-6.741	104,34

Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balança Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
10	Pioneiros (**)	SP	29.853	-21,5	8.974	-460	4.741	30.592	19.613	5.312	1.984	4.294	82,6	4.103	497,56
11	Melhoramentos	SP	28.437	74,2	8.693	2.194	1.288	29.617	6.663	17.619	7.778	8.826	40,5	-826	131,05
12	Japungu (*)	PB	25.234	-	870	-5.908	-5.859	50.752	28.024	10.885	12.518	19.819	78,6	-7.165	11,64
13	Alcoeste	SP	23.968	-1,3	4.696	2.658	1.943	26.174	2.440	9.021	1.647	684	65,5	861	185,80
14	Alcidia (*)	SP	23.147	-	5.032	-15.555	-14.835	88.674	53.187	10.638	32.428	35.515	87,9	-16.111	15,43
15	Generalco	SP	22.966	-2,1	2.521	-1.589	-1.555	34.152	1.834	9.640	2.182	1.799	71,8	-2.712	153,10
16	Baía Formosa	PE	22.850	-	2.201	-925	-919	71.625	-	18.281	13.607	-	74,5	-3.113	26,88
17	Lasa Linhares	ES	21.861	10,7	5.957	3.733	3.156	40.289	12.431	15.958	7.523	13.161	60,4	1.241	237,62
18	Destivale	SP	21.687	10,7	6.072	1.681	1.241	71.127	2.694	46.825	170	-1.092	33,7	-4.378	36,14
19	Branco Peres	SP	17.444	28,9	3.739	1.184	687	18.157	1.397	10.256	5.447	4.083	43,5	-544	139,55
20	Rezende	RJ	16.779	-0,3	3.965	36	103	10.761	2.551	3.957	-22	2.090	63,2	-372	103,57
21	Agropeu	MG	16.491	-5,5	7.172	4.838	3.916	21.138	8.123	9.590	3.655	5.525	54,6	2.766	32,98
22	Alcomira	SP	15.813	-32,4	1.476	-6.961	-8.085	41.369	27.447	-6.757	-315	5.069	116,3	-7.274	31,63
23	Álcool Ferreira	SP	15.680	-	5.351	1.592	1.065	11.149	-	8.533	7.159	-	23,5	41	-
24	Anicuns (*)	GO	15.596	-	-526	32	26	31.059	-	6.468	14.990	-	79,2	-750	3,57
25	Dasa	MG	15.551	59,1	2.033	-813	-813	12.244	4.704	-3.365	-2.385	-1.633	127,5	-409	91,47
26	Pau D'Alho	SP	15.400	8,4	2.979	-1.185	-1.187	23.576	29.678	-7.442	14.403	14.341	131,6	-293	44,00
27	Pagrisa	PA	14.674	40,8	6.476	5.810	4.432	21.466	534	16.867	4.412	972	21,4	2.408	-
28	Miriri (*)	PB	9.479	-	-480	-6.049	-5.758	64.951	37.043	2.008	-30.081	-4.679	95,5	-5.999	22,04
29	Alcon	ES	7.371	12,5	2.227	1.701	1.701	7.581	243	5.219	2.363	2.477	31,2	1.075	92,14
30	Albesa	ES	3.094	4,2	942	20	-120	10.962	-	4.642	-109	-	57,7	-677	25,78
31	Outeiro (*)	RN	1.940	-	1.940	18	15	35.854	-	5.566	12.843	-	84,5	-653	6,02
32	Sinop (*)	MT	224	-	211	-10.114	-4.892	15.458	45.744	-37.138	-52.430	-6.675	340,3	-435	18,68
33	Vale Verde (*)	SP	110	-	10	17	-97	20.801	12.326	171	-18.609	-5.669	99,2	-118	0,42
Acumulados do Subsetor (33)			796.987	4,2	202.173	3.148	-4.325	1.420.411	431.908	446.377	76.380	188.779	65,5	-57.889	77,20

Cana, Açúcar e Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balço Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
1	Usina da Barra (**)	SP	261.722	-	63.064	-34.771	-77.067	538.204	134.918	52.520	-112.771	-72.687	90,2	-83.369	165,44
2	Usina Caeté	AL	247.736	63,3	98.660	54.343	38.350	513.827	97.097	333.386	95.877	90.315	35,1	-1.656	112,10
3	São Martinho (**)	SP	242.425	-0,7	82.500	-53.858	-34.066	476.733	249.688	179.879	-62.071	66.497	62,3	-55.651	71,30
4	Santa Elisa (**)	SP	233.585	-	56.687	-22.348	-12.772	367.479	151.431	126.591	-22.690	39.241	65,6	-27.963	299,08
5	Zillo Lorenzetti	SP	204.033	1,6	76.936	28.759	18.425	404.978	243.126	80.465	125.281	202.036	80,1	8.769	104,85
6	Usina Nova América	SP	195.117	38,2	51.677	14.856	28.812	279.648	42.227	191.203	30.031	57.216	31,6	5.868	245,12
7	Guarani	SP	192.309	29,0	68.459	36.093	14.346	195.648	10.275	88.242	16.763	24.268	54,9	3.757	96,15
8	Irmãos Biagi (**)	SP	190.081	10,7	58.761	269	1.438	221.886	51.188	110.764	6.243	48.192	50,1	-11.854	234,67
9	Barra Grande	SP	183.247	19,4	72.497	20.932	18.313	259.055	152.960	46.406	85.199	102.657	82,1	12.744	101,47
10	Coruripe	AL	181.756	7,7	66.800	33.030	20.924	657.141	73.149	232.513	92.284	105.638	19,4	-6.977	37,73
11	Itamarati (**)	MT	176.801	-8,0	52.482	220	220	699.802	333.323	290.215	-115.381	38.485	58,5	-34.606	25,26
12	Vale do Rosário (**)	SP	172.986	2,8	47.885	2.497	-2.947	311.167	74.813	120.106	33.197	33.198	61,4	-17.360	266,13
13	Costa Pinto (**)	SP	170.763	-	27.142	-10.274	1.305	349.226	67.942	163.448	-21.195	-21.653	53,2	-18.309	46,15
14	Usina Santa Helena (**)	SP	166.740	-	27.316	-9.318	-4.702	153.100	39.967	35.048	-14.487	-9.864	77,1	-8.908	195,25
15	Corona (**)	SP	148.147	-29,4	2.546	-33.738	-19.208	565.637	177.218	86.702	-114.821	-25.541	84,7	-29.612	66,02
16	USJ (**)	SP	140.685	2,8	38.301	-9.578	-12.982	327.922	79.339	214.012	-39.772	-8.032	34,7	-38.663	596,12
17	Usina Colombo	SP	128.684	6,2	47.315	27.451	18.787	117.922	42.573	44.319	48.375	58.489	62,4	13.468	160,86
18	Cosan (**)	SP	125.668	-	37.734	14.165	13.679	407.675	132.111	153.690	-42.560	-1.374	62,3	-4.764	29,62
19	Maracáí	SP	111.854	50,9	22.427	4.897	4.190	99.727	22.012	32.767	-14.692	11.272	67,1	258	286,07
20	Andrade	SP	108.968	6,7	16.652	4.572	-2.372	72.806	7.003	15.184	-8.201	4.844	79,2	-4.194	198,12
21	Ometto, Pavan (**)	SP	105.402	-0,7	39.142	-24.831	-12.283	140.888	103.030	9.824	-40.024	21.369	93,0	-13.462	63,11
22	Santa Adélia	SP	104.149	28,5	22.274	6.885	4.571	102.222	10.852	46.490	49.648	-439	54,5	-1.008	97,98
23	São Francisco Indl (**)	SP	95.793	-	19.077	525	-142	129.416	37.816	21.971	-11.607	-9.388	83,0	-2.779	68,42
24	Ometto (**)	SP	93.263	-7,6	20.058	-30.070	-22.599	257.111	121.836	107.896	-30.578	26.782	56,4	-35.546	26,65
25	Usina São Luiz	SP	85.964	34,4	33.888	14.855	10.553	130.669	22.209	53.327	51.430	-8.899	46,4	4.154	101,13
26	Jaboticabal	SP	85.456	22,8	31.341	4.591	4.523	151.385	53.377	68.562	16.269	39.956	54,7	-3.704	46,65
27	Alto Alegre (**)	SP	79.596	271,2	27.719	11.411	8.648	230.092	61.932	73.483	23.517	21.850	68,1	-170	72,36
28	Dedini (*)	SP	78.080	-	18.555	-44.100	-5.565	225.785	107.971	3.037	-11.583	16.608	98,7	-5.929	123,74

Cana, Açúcar e Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balança Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
29	Dulcini	SP	76.054	45,8	1.463	-11.546	11.980	78.962	26.918	20.780	3.644	13.872	73,7	9.486	585,03
30	Estivas	RN	74.984	49,6	27.184	6.470	4.681	86.532	29.996	35.683	10.909	34.621	58,8	399	25,05
31	São José Estiva	SP	74.399	30,2	25.867	9.233	6.497	91.632	18.979	30.646	20.992	10.002	66,6	2.820	186,00
32	Quatá	SP	71.852	29,2	21.927	1.593	5.133	138.088	76.037	25.261	-11.452	49.743	81,7	2.102	-
33	Equipav	SP	69.217	-22,5	12.132	2.288	5.833	245.898	32.056	191.006	41.674	47.835	22,3	-17.088	82,99
34	Batatais (**)	SP	66.806	17,2	15.782	-4.704	-3.349	73.853	24.087	36.650	1.072	11.547	50,4	-7.747	190,87
35	Usina Santo Antonio (**)	SP	66.384	8,5	17.609	-5.508	-5.295	76.429	28.807	31.452	2.078	8.605	58,9	-9.069	100,89
36	União São Paulo	SP	65.881	-20,1	18.432	4.161	6.493	148.003	31.299	110.259	11.279	14.697	25,5	-6.738	21,96
37	Ester	SP	65.233	-10,1	2.368	-12.502	879	188.367	43.150	96.615	-24.081	9.717	48,7	-10.715	56,71
38	Energética Brasilândia	MS	62.882	5,8	17.084	10.930	7.881	62.633	11.641	46.555	17.205	18.723	25,7	2.294	34,93
39	Usina São Domingos	SP	62.807	10,4	12.493	4.933	4.838	67.211	7.104	36.042	-2.829	802	46,4	513	145,72
40	Itaiquara	SP	61.836	4,7	24.125	-342	723	137.813	50.556	33.505	12.781	17.689	75,7	-3.298	-
41	Usina Delta	MG	58.076	-	9.925	-22.722	-21.306	80.709	18.848	28.971	-31.301	-6.285	64,1	-24.783	146,66
42	Cerradinho	SP	57.890	8,9	8.128	2.502	2.458	71.324	18.633	31.524	3.095	3.717	55,8	-1.325	48,24
43	Barralcool	MT	57.548	-8,7	14.341	960	655	106.306	13.112	79.336	23.921	19.376	25,4	-8.866	23,49
44	Usina Sapucaia	RJ	56.632	8,0	10.659	-1.909	-1.919	78.868	566	43.749	-9.573	-11.196	44,5	-7.168	51,25
45	Usina Cresciumal (**)	SP	53.395	-	16.495	-9.919	-4.331	57.894	43.420	8.181	-13.835	9.673	85,9	-5.313	186,70
46	Agrovale São Francisco	BA	52.820	21,6	3.043	-4.901	-4.901	211.553	66.425	112.970	-20.012	-7.174	46,6	-18.457	18,03
47	Usina Ipiranga	SP	52.773	-22,3	21.915	9.873	9.883	68.986	32.450	27.229	2.510	22.627	60,5	6.616	211,09
48	Usina Junqueira (**)	SP	50.161	-32,9	5.628	-13.102	-22.344	164.961	10.932	57.213	-18.385	12.705	65,3	-29.210	52,14
49	Usina São Manoel (**)	SP	50.107	4,8	19.238	45	55	118.633	30.358	66.291	6.151	13.225	44,1	-7.900	27,84
50	Sanagro Santana (*)	SE	48.775	-	8.116	5.287	7.678	41.669	11.166	25.209	9.378	6.735	39,5	4.652	21,21
51	Jalles Machado (*)	GO	42.282	-	7.868	-86	-415	67.800	20.655	26.976	5.462	7.942	60,2	-3.653	173,68
52	Bortolo Carolo (**)	SP	48.207	-18,6	1.044	59.972	55.991	160.126	52.198	16.293	-79.325	-56.230	89,8	54.036	120,52
53	Univalem (**)	SP	48.044	-24,4	12.804	-3.467	-6.100	78.149	25.432	12.972	-4.520	2.410	83,4	-7.657	20,02
54	Sonora Estância	MS	47.345	22,5	8.313	2.435	1.546	42.323	3.746	26.697	-2.144	4.222	36,9	-1.658	21,04
55	Usina Jacarezinho	SP	47.122	12,4	17.770	900	205	88.508	20.139	47.531	4.969	17.821	46,3	-5.499	152,50
56	Usina São Francisco (**)	SP	45.775	9,9	20.135	2.124	2.409	50.417	19.878	21.255	9.050	11.994	57,8	-142	119,52
57	Furlan (**)	SP	45.636	3,5	14.473	5.057	4.935	38.656	7.648	18.770	16.797	1.114	51,4	2.683	91,27

Cana, Açúcar e Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balanço Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
58	Serra Grande	AL	45.566	52,8	14.588	8.031	7.089	84.649	4.110	57.331	17.746	20.836	32,3	209	14,33
59	Santa Olinda	MS	44.753	76,4	11.049	1.691	2.693	51.670	12.973	21.820	2.265	12.679	57,8	74	35,80
60	Bela Vista	SP	43.941	6,1	11.777	174	155	33.347	1.025	19.834	14.429	13.689	40,5	-2.225	87,88
61	Paineiras	ES	38.965	13,9	6.761	420	540	50.219	24.521	11.787	-504	6.096	76,5	-874	27,83
62	Clealco	SP	38.755	8,3	2.267	-3.430	5.598	43.475	2.839	17.064	-1.525	5.123	60,8	3.550	38,41
63	J Pilon	SP	38.311	23,8	14.396	2.796	2.177	47.509	11.878	23.684	7.364	9.173	50,1	-665	127,70
64	Vale do Ivaí	PR	37.798	-2,2	7.624	-249	-2.635	54.235	10.385	21.113	51	2.540	61,1	-5.169	129,89
65	Passa Tempo	MS	36.602	-9,2	9.683	-796	-574	68.158	6.927	48.146	14.039	18.847	29,4	-6.352	36,60
66	Bandeirantes (*)	PR	35.949	-	10.683	-666	-971	22.593	9.170	-18.416	-18.768	-7.565	181,5	1.239	32,68
67	Unialco (**)	SP	35.788	-0,2	12.376	-4.803	-4.091	43.971	4.434	10.097	421	-1.890	77,0	-5.303	22,69
68	Nello Morganti (*)	SP	34.496	-	9.387	12.441	9.884	78.820	43.632	-30.879	-23.670	23.601	139,2	13.589	36,31
69	Usina Bom Retiro (**)	SP	33.833	-15,7	11.353	-4.494	-2.542	56.057	21.695	31.368	-3.666	8.728	44,0	-6.306	67,67
70	Usina Santa Lúcia (**)	SP	33.431	7,8	8.990	4.085	1.771	57.588	5.543	40.507	24.901	6.556	29,7	-3.090	267,45
71	Benalcool	SP	33.336	62,8	8.032	3.176	2.623	21.153	1.487	5.153	-5.048	-6.611	75,6	2.004	27,78
72	Santa Fé	SP	31.900	2,3	5.818	525	299	32.571	2.805	6.323	8.416	5.684	80,6	-460	70,57
73	Santa Cruz	RJ	31.742	-1,8	7.736	7.489	5.342	39.683	412	16.587	14.972	15.858	50,5	3.441	29,12
74	Usina União (*)	PE	31.446	-	3.934	1.086	1.078	102.957	31.986	57.943	13.614	11.827	43,1	-5.875	9,68
75	Mendo Sampaio (*)	AL	27.878	-	11.362	-4.025	-3.943	145.299	6.940	41.324	7.062	8.680	38,3	-8.902	34,85
76	São José (**)	PE	27.543	-5,5	8.018	-429	-5.490	52.624	14.107	25.508	276	8.619	51,5	-8.551	35,04
77	Petribu (**)	PE	26.942	-25,6	5.518	288	-2.532	49.223	12.541	22.242	-706	7.506	54,8	-5.201	40,51
78	Maracajú	MS	25.996	-25,2	7.830	-1.232	-1.176	59.225	20.573	33.238	12.740	25.697	43,9	-5.165	37,14
79	Porto Rico (*)	AL	25.933	-	-3.216	-15.287	-21.859	129.892	25.344	55.479	-18.221	15.029	44,0	-28.517	22,09
80	Leão Irmãos (*)	AL	25.735	-	6.207	-7.577	-7.725	265.585	46.931	143.648	8.598	23.135	34,9	-24.963	8,58
81	Usina Santa Helena (*) (GO)	GO	25.430	-	3.136	-11.158	-13.086	119.326	47.735	31.165	-486	1.201	73,9	-16.826	24,93
82	Alcoazul	SP	24.524	8,1	3.436	-2.245	-6.325	50.992	15.961	9.542	-2.975	-73	81,3	-7.470	18,86
83	Lincoln Junqueira (**)	PR	23.714	1,6	6.723	5.671	16.351	141.979	7.618	128.722	-4.721	2.065	9,3	904	338,77
84	Sabaralcool	PR	22.808	-6,9	2.285	-3.340	-3.502	70.329	11.126	15.827	7.832	8.876	67,1	-5.401	104,15
85	Ipojuca (*)	PE	22.632	-	3.182	1.542	1.164	18.189	2.130	9.132	5.442	5.014	49,8	68	45,26
86	São José (**)	SP	22.222	-37,8	8.250	-2.584	-2.603	19.026	-	1.536	-3.630	-	91,9	-2.787	148,15

Cana, Açúcar e Álcool		Sede	Demonstração do Resultado					Balança Patrimonial			Indicadores econômico-financeiros				
			Receita Líquida		Lucro / Prejuízo			Ativo (R\$ mil)	DF (R\$ mil)	PL (R\$ mil)	CG (R\$ mil)	NCG (R\$ mil)	EG %	EVA (R\$ mil)	RLF %
			(R\$ mil)	Evol. real %	Bruto (R\$ mil)	Operac. (R\$ mil)	Líquido (R\$ mil)								
87	Pontenovense	MG	22.137	7,1	3.022	-11	-285	40.046	4.999	21.857	4.516	6.029	45,4	-2.908	6,85
88	Cansanção de Sinimbu (*)	AL	19.007	-	-4.405	-11.909	-11.909	189.866	33.931	43.063	22.676	48.152	54,1	-17.076	9,50
89	Jaciara	MT	18.422	-	1.576	-2.602	-5.820	72.217	18.728	32.594	1.182	2.805	54,9	-9.731	65,79
90	Guanabara Agro Indl (**)	SP	17.942	-2,8	3.357	-3.496	-1.581	40.432	11.426	16.516	-5.054	-632	59,2	-3.563	20,02
91	Perobácool	PR	15.279	-8,6	-	-	-6.406	61.574	-	1.629	-59.946	-	-	-6.602	10,32
92	Barcelos	RJ	13.863	6,2	3.147	-183	-188	37.870	1.722	-2.595	2.093	2.603	45,9	124	17,73
93	Cupim	RJ	13.792	9,0	945	-1.584	-316	42.713	2.220	5.375	-1.047	-1.211	53,0	-962	19,02
94	Trapiche	PE	11.148	-82,3	11.148	5.565	3.931	68.092	1.862	33.301	18.559	12.625	51,1	-65	18,83
95	Caimann (*)	MA	9.005	-	-95	-964	-1.003	91.504	31.118	51.006	129	-553	44,3	-7.123	180,10
96	Bulhões (*)	PE	9.002	-	-983	-676	-359	22.908	1.546	11.194	3.297	2.265	51,1	-1.703	45,01
97	Santo Antonio Açuc	SP	8.190	26,7	993	65	279	7.824	-	5.763	1.036	249	26,4	-412	27,30
98	Terra Nova (*)	AL	7.975	-	3.117	-1.948	-1.948	41.715	30.943	-2.432	600	-376	86,1	-1.657	-
99	Vale Ceará Mirim	RN	2.977	-44,4	1.714	-46.544	-46.544	218.491	17.693	65.112	7.443	3.615	16,1	-54.358	1,35
100	Usina Maluf (*)	SP	2.947	-	502	1.083	905	5.747	-	5.556	4.737	3.504	3,3	238	22,67
101	Paredão	SP	193	-	193	-114	-947	36.580	-	34.465	5.943	330	5,8	-5.083	1,13
102	Santa Cruz	SP	3	-85,0	3	9.608	6.639	15.429	-	13.502	13.229	-21	12,5	5.018	-
Acumulado do Subsetor (102)			7.091.784	-6,1	1.867.675	-21.090	-16.670	14.312.806	4.040.635	5.520.402	92.832	1.471.869	54,8	-679.038	51,25
Totais do Setor (193)			8.889.246	-	2.273.519	-44.610	-63.903	18.720.267	5.337.289	6.152.234	803.194	1.998.692	-	-957.519	-

(*) A empresa não publicou ou não enviou o balanço até a data da pesquisa. Foi utilizado o último balanço de 1999

(**) O balanço da empresa fecha em outro mês que não dezembro.