



Departamento de Ciências Contábeis e Atuárias  
Pesquisa em Ciências Contábeis – Trabalho de Conclusão de Curso

Arthur Batista Aragão

**AVALIAÇÃO PELOS LUCROS RESIDUAIS – ALR: O CASO DA AMBEV**

Brasília-DF

2016

## **AVALIAÇÃO PELOS LUCROS RESIDUIAS – ALR: O CASO DA AMBEV**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia), apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília, como requisito parcial à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e consequente obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Professor Orientador: Doutor Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Linha de pesquisa: Mercado Financeiro

Área: Contabilidade Financeira

Brasília-DF

2016

## **Agradecimentos**

“Transportai um punhado de terra todos os dias e fareis uma montanha.”

(Confúcio)

Esse é um passo importante na carreira acadêmica e profissional que requer muito comprometimento. Concluir o trabalho de conclusão de curso é a validação de todo esforço e privações revalido durante a graduação e é um sinal de perseverança.

Agradeço ao meu orientador que apesar das diversidades da vida cotidiana ajudou a elaboração deste trabalho, sempre atencioso a sanar minhas dúvidas e me direcionar para encontrar a melhor solução. Aprendi bastante e foi um prazer realizar este trabalho.

Agradeço meus amigos que sempre estiveram ao meu lado e aos meu professores de graduação e que fundamentaram teoricamente e eticamente a minha formação.

Agradeço a Instituição Universidade de Brasília por toda essa experiência e conhecimento, sem dúvidas fica marcada na minha história.

Agradeço aos meus familiares que me deram suporte para que eu jamais desistisse desse diploma que foi conquistado com muito suor.

Por fim, apesar de todo cuidado para revisar esse trabalho, alguns erros podem ter permanecidos os quais são de responsabilidade exclusiva minha.

## RESUMO

Este artigo visa utilizar o Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais – ALR – como método de avaliação da empresa AMBEV, listada na bolsa de valores do Brasil – BM&FBovespa. A metodologia utilizada contemplou: (i) pesquisa exploratória, quanto às demonstrações contábeis, premissas de mercado e do ambiente econômico; (ii) pesquisa bibliográfica, quanto aos aspectos teóricos do modelo; (iii) aplicação do modelo como método de avaliação de empresa. A aplicação do modelo de ALR à empresa AMBEV visa comparar o seu valor de mercado com o valor encontrado pelo modelo, podendo ser utilizado como parâmetro para investidores na tomada de decisão. O modelo afirma que o valor da empresa corresponde ao seu patrimônio líquido contábil atual, somado das expectativas dos lucros residuais futuros a valor presente. Para projetar os resultados foram utilizados taxa média do crescimento do lucro contábil, como taxa de desconto foi utilizado o Custo do Capital Próprio e a premissa de que o mercado está passando por períodos de estabilidade econômica. Foi utilizado o período de 2007 a 2015 para fundamentar a execução deste trabalho, validação do modelo e abertura para novas linhas de pesquisa utilizando o modelo de forma empírica, podendo auxiliar investidores e gestores na tomada de decisão.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresa. Projeção. Modelo de Avaliação. Lucros Residuais

## ABSTRACT

This study aims to use the Residual Income Valuation – RIV – as a valuation model to valuing company AMBEV, listed in the Brazilian stock exchange - BM & FBovespa. The methodology used included: (i) exploratory research, as well as accounting statements, market and economic environment assumptions; (ii) bibliographical research on the theoretical aspects of the model; (iii) application of the model as a method of firm valuation. The application of the RIV model to the company AMBEV, aiming to compare its market value with the value found by the model and can be used as a parameter for investors in decision making. The model states that the value of the company corresponds to its current net worth, plus the expectations of future residual profits at present value. To design the results were used average rate of growth of accounting profits, as discount rate was used the Cost of Equity and the premise that the market is going through periods of economic stability. We will use the period from 2007 to 2015 to base the execution of this work, validation of the model and openness to new lines of research using the model in an empirical way, being able to assist investors and managers in decision making.

**Keywords:** Valuation. Residual Income Valuation Model. Residual Income

## Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>7</b>
1.1 Identificação do Problema.....	7
1.2 Objetivo do trabalho e Justificativa .....	8
1.3 Método .....	9
1.4 Resultado.....	9
1.5 Organização do trabalho.....	10
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>11</b>
2.1 Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais (ALR) .....	11
2.2 Custo de Capital Próprio (CAPM).....	12
2.3 Modelo de Ohlson (1995).....	14
2.4 Artigos Empíricos sobre a aplicação da modelo de avaliação pelos lucros residuais.....	15
2.5 Ambev.....	16
<b>3. METODOLOGIA.....</b>	<b>17</b>
3.1 Premissas Utilizadas.....	18
3.1.1 Ambiente de estabilidade.....	18
3.1.2 Taxa de crescimento do lucro.....	18
3.1.3 Lucro Contábil.....	19
3.1.4 CAPM.....	20
3.1.5 Patrimônio Líquido.....	20
<b>4. PROJEÇÃO DAS VARIÁVEIS PELO MODELO ALR .....</b>	<b>22</b>
4.1 Lucro Contábil Projetado x Lucro Contábil Realizado .....	25
4.2 Projeção do Lucro Residual .....	26
4.3 Projeção do Patrimônio Líquido .....	27
<b>5. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>29</b>
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>33</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICA</b>	

## 1. INTRODUÇÃO

O mundo em que vivemos hoje se modifica a todo instante, ao longo da história conseguimos observar a importância da informação para tomada de decisão. Ao falarmos do mercado de capitais não é diferente, a globalização dos mercados aumentou a necessidade dos investidores na confiabilidade das informações. As análises se tornaram cada dia mais técnicas e um tema que sempre ganhou destaque para o estudo e finanças é a avaliação de empresas.

A confiança no valor de uma empresa ou no valor que essa empresa pode gerar no futuro é de vital importância para decidir qual escolha será tomada. Ao decidir o momento de comprar, vender ou manter suas ações o investidor utiliza informações contábeis, econômicas e de mercado, do passado para projetar a melhor escolha de alocação do seu capital para possíveis rendimentos futuros. Para isso o detentor de capital espera que o retorno de mercado seja superior ao retorno de um investimento (*risk free*), pois entendesse que, se a taxa de *risk free* for superior ao retorno de mercado não seria sensato alocar recursos no mercado de capitais tendo em vista maior rentabilidade com menores riscos.

Neste artigo utilizou-se informações contábeis da AMBEV, empresa listada na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) e arcabouço teórico de Ohlson (1995), para projeção dos lucros residuais futuros trazidos a valor presente de modo a comparar o valor apresentado pelo modelo e o valor atribuído pelo mercado e se o modelo poderá ser utilizado para auxiliar os investidores na tomada de decisão.

O tema avaliação de empresas é visto com certo tom de complexidade, não sendo definida uma metodologia uniformemente aceita pelo meio acadêmico e pelos avaliadores de mercado (GALLO, 2011).

### 1.1 Identificação do Problema

A importância e o impacto de informações inverídicas e irrelevantes nos mercados globalizados com relação ao valor das empresas pode afetar em determinado momento a economia de um país, em que, grandes empresas decretam falência, crises econômicas, desvalorização das bolsas de valores são recorrentes nos dias de hoje (SANTOS, 2013). Salientamos que em geral os modelos utilizados para avaliação de empresas requerem uma certa subjetividade, pois, são projeções futuras trazidas a valor presente por uma taxa de desconto.

A avaliação de empresas tem reflexo direto na identificação de oportunidades de investimentos, pois é analisado o valor intrínseco encontrado pelos modelos de *valuation* com os valores cotados em bolsa. Bruni (2013, p. 345) acrescenta que é possível estabelecer o impacto das estratégias sobre o valor da empresa e como as decisões financeiras, operacionais e de investimentos pode afetar a criação de valor da entidade.

O termo avaliação de empresas está diretamente ligado a previsão, projeção, expectativa de rendimentos futuros que serão trazidos a valor presente por alguma taxa de desconto. Em linhas gerais normalmente são utilizados 3 métodos de avaliação: o desconto de dividendos, fluxos de caixas e lucros residuais. (OHLSON; LOPES, 2007)

Para esse estudo utilizou-se o Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais (ALR). Que para Lopes, Sant'Anna e Costa (2007) a formula do modelo ALR apresenta maior poder explicativo dada as características apresentadas pela contabilidade e mercados de capitais no Brasil.

Segundo Martins (2001, p. 12) discutindo os métodos de avaliação patrimonial, considera que “no longo prazo, todos são nada mais nada menos do que distribuições temporais diferentes do mesmíssimo fluxo físico de caixa. Assim, no longo prazo, são todos convergentes para um único valor de lucro [...]”. Nesse sentido, os modelos fundamentados em fluxos de caixa e os baseados em fluxos de lucro deveriam estimar valores convergentes para as empresas. (Apud BRITA, MARTINS, 2003 p. 04).

## **1.2 Objetivo do Trabalho e Justificativa**

Este trabalho tem como objetivo utilizar o modelo de Avaliação pelo Lucros Residuais (ALR) como modelo de avaliação de empresas para comparar o valor apresentado pelo modelo e o valor atribuído pelo mercado e se o modelo poderá ser utilizado para auxiliar os investidores na tomada de decisão, amparado por procedimentos objetivos e informações contábeis passadas confiáveis tendo em vista a padronização e convergência da contabilidade em âmbito mundial e o ambiente de mercado de capitais e amplamente regulado no Brasil.

Sendo assim, aplicou-se o modelo de forma a projetar os lucros residuais futuros trazidos a valor presente comparando com o valor de mercado da entidade (número de ações distribuídas no mercado no ano de 2015 multiplicados pela ultima cotação da bolsa de valores de São Paulo para aquela ação naquele ano.

Com isso, verificar qual o grau de correlação entre o modelo ALR e o valor de mercado para auferir uma certa razoabilidade e a partir disso fazer suposições sobre o

comportamento dessas ações, se estão sub ou superavaliadas, se seria o momento de vender, comprar ou manter essas ações em carteira.

### **1.3 Método**

Para corroborar com o desenvolvimento do trabalho utilizou-se o método de estudo de caso instrumental que de acordo com Gil (2002, pág. 138) é utilizado com o propósito de auxiliar no conhecimento ou redefinição de determinado problema, em que há o reconhecimento do pesquisador na utilidade do objetivo do estudo. Gil (2002, pág. 140). Acrescenta que a coleta de dados em estudos de casos são mais complexas, pois utiliza-se sempre mais de uma técnica de coleta, e que obter dados mediante procedimentos diversos é fundamental para garantir a qualidade dos resultados obtidos.

O modelo ALR tem como característica utilização de informações contábeis passadas para projeção dos lucros residuais futuros, utilizando uma taxa de desconto. Dessa forma como taxa de desconto utilizou-se o Custo de Capital Próprio, baseado na metodologia CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

Por fim, usou-se o período de 1994 a 2015 pra estabelecer as premissas de mercado, tendo em vista a premissa que um período de estabilidade de mercado, de livre concorrências, portanto seus indicadores refletem uma situação de mercado mais plausível ao objetivo do estudo.

Cabe salientar que por ser uma projeção, não oferecem garantias que esses valores se concretizaram no futuro.

### **1.4 Resultado**

O modelo como é demonstrado no trabalho parte de informações contábeis extraídas das demonstrações financeiras e premissas assumidas de forma indutiva, para a projeção de valores futuros. Salientamos que por se tratar de projeções, não há garantias de realização desses valores.

No modelo RIV é adotada uma taxa de desconto, não definida a priori pelos seus idealizadores. Em função disto, a simples definição aleatória de uma taxa de desconto pode influenciar no resultado final (SANTOS, 2013).

Chegou-se ao resultado que o valor projetado pelo modelo não possui correlação razoável com o valor atribuído pelo mercado, pois o valor de mercado da empresa está superavaliado pelo mercado chegando a ser aproximadamente 5 vezes o valor do Patrimônio Líquido apresentado.

Constatou-se a existência de uma concentração de mercado quando relacionada ao mercado de produção de cervejas exercido pela empresa Ambev, tendo em vista que a situação de mercado em que as empresas detêm o controle da maior parcela do mercado.

Verificou-se que o modelo é atrativo para o investidor na alocação de capital devido à validação por correlação razoável entre os lucros contábeis realizados e os lucros residuais projetados.

### **1.5 Organização do Trabalho**

Além desta Introdução, o trabalho está estruturado da seguinte maneira: na seção 2, é demonstrado o referencial teórico que dá suporte ao estudo; a seção 3 descreve os procedimentos metodológicos desenvolvidos no trabalho; a seção 4 apresenta e discute os resultados obtidos e, por fim, na seção 5, tem-se as considerações finais do estudo.

## 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Os resultados anormais (*residual income*) são os resultados líquidos (ou residuais) que uma empresa apresenta após deduzir de seus resultados a parcela que seria devida pela aplicação de seu capital a uma determinada taxa de remuneração mínima, Lopes, Sant'Anna e Costa (2007). Tradicionalmente a taxa de remuneração mínima é baseada no custo de capital próprio da empresa Dalmácio, Sant'Anna, Louzada e Costa (2005).

O modelo de avaliação pelos lucros residuais foi amplamente ignorado pela literatura especializada. Entretanto por sua forma ser mais abrangente o valor da empresa é relacionado ao investimentos que foram realizados na entidade somados a expectativas de lucros residuais futuros, (CUPERTINO; LUSTOSA, 2006).

O lucro residual, que será projetado no nosso estudo, será o lucro que excede o Custo de Capital Próprio.

O modelo de avaliação pelos lucros residuais limita o subjetividade e julgamentos pessoais dos analistas financeiros, pois os parâmetros contidos no modelo apresenta a vantagem de usar dados contábeis das empresas, Santos (2013).

Empresas que oferecem OPA's para fechamento de capital, alienação do controle acionário e participação em fusões e aquisições, utilizam profissionais para elaboração de laudos de avaliação. O grande objetivo dos laudos é a redução da assimetria entre os agentes externo e internos, Almeida, Brito, Batistella e Martins (2012).

No estudo realizado no anos 2000 concluiu que o modelo desenvolvido por Ohlson (1995) era teoricamente atraente por ser um catalizador da importância da evidenciação contábil, no lugar de qual seria o melhor método de mensuração. Por fim, o modelo incorpora à contabilidade o custo do capital próprio, ao passo que o modelo contábil tradicional considera como custo apenas as despesas com capital de terceiros. Assim, a introdução do custo de capital próprio faz com que o modelo torne-se atraente como medida de performance (desempenho) empresarial, Portella (2000).

### 2.1 Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais (ALR)

Por definição o modelo de Avaliação pelo Lucro Residual aponta que o valor de uma empresa está no valor do patrimônio líquido atual somando com a expectativa de lucros

residuais futuros trazidos a valor presente. O cálculo do lucro residual é dado pela expressão abaixo:

$$\mathbf{LR}_t = \mathbf{LC}_t - \%CCP \times \mathbf{PL}_{t-1}$$

Sendo:

$\mathbf{LR}_t$  = Lucros residuais (anormais) do ano t;

$\mathbf{LC}_t$  = Lucro contábil do ano t;

$\%CCP$  = Custo de Capital Próprio, apurado através do Modelo CAPM - *Capital Asset Pricing Model*;

$\mathbf{PL}_{t-1}$  = Patrimônio Líquido do ano anterior (t - 1);

Depois do cálculo do lucro residual, como acima, o valor da empresa é dado pela seguinte expressão:

$$p_t = y_t + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-\tau}(x_{t+\tau})$$

A equação acima, denominada de ALR – Avaliação pelo Lucro Residual, diz que o valor de uma empresa,  $p_t$ , em qualquer momento no tempo é o seu patrimônio líquido contábil,  $y_t$ , mais o valor presente dos seus lucros residuais futuros,  $x_t$ . Na expressão,  $R$  é  $(1 + r)$ , em que  $r$  é a taxa que desconta os lucros residuais futuros para o tempo presente.

A definição do lucro residual para Ohlson (1995) é determinada como o valor que excede o custo de capital próprio investido, ou seja o montante ganho em excesso à remuneração do capital próprio.

O valor positivo dos lucros residuais para o período indica que o retorno foi maior que a remuneração justa do capital, ou seja um período de criação de valor (Cupertino; Lustosa 2006).

Não obstante, caso os lucros residuais para o período sejam negativos, o retorno do investimento foi menor que o custo do capital, desse modo pode-se presumir a existência de possíveis prejuízos, que representa destruição do valor de determinada empresa.

Há controvérsias entre pesquisas empíricas sobre o uso dos lucros residuais como medida de performance da valorização de uma empresa. Bao & Bao (1998) oferecem

evidências de que “o lucro residual é a medida de performance que apresenta o menor valor de predição relativamente à variação do preço das ações das empresas em comparação com outras medidas de performance como o lucro líquido e o valor adicionado.” (apud PORTELLA, 2000, p 19)

## 2.2 Custo de Capital Próprio

Uma unanimidade entre os pesquisadores que utilizam o modelo de avaliação pelos lucros residuais é a determinação da taxa de desconto, pois é necessário uma taxa que traga a valor presente as expectativas dos lucros residuais futuros, sendo que há várias maneiras de mensuração dessa taxa, com uma literatura bem extensa. (CUPERTINO; LUSTOSA, 2006)

Algumas das formas de mensuração da taxa de desconto, que é a própria estimativa do custo do capital próprio, são o custo médio ponderado de capital, a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, e a taxa de retorno sobre ativos (CUPERTINO; LUSTOSA, 2006).

Há trabalhos acadêmicos que utilizam a taxa de juros livre de risco como o rendimento da poupança, como Lopes, Sant’Anna e Costa (2007). No Brasil pode ser utilizada a Taxa Selic que é usada como principal meio de remuneração dos títulos públicos.

Neste trabalho utilizou-se o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para trazer a expectativa de lucros residuais futuros a valor presente.

Fama e French (2003) apontam algumas limitações do CAPM, como a utilização de premissas simplificadas e dificuldade na implantação para validação do modelo (apud SANTOS, 2013, p 24). O modelo CAPM é calculado a partir de três premissas: (i) taxa livre de risco, (ii) prêmio de risco, (iii) parâmetro “beta”. Segundo SANTOS (2013) a expressão que representa o cálculo do CAPM é representada de seguinte maneira:

$$E(R_i) = K_e = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

O  $\beta$  representa o risco inerente à empresa em questão, o fator de atenuação ou amplificação do risco do mercado amplo de ações, calculado pela forma a seguir (GALLO, 2011), porém salientamos que utilizou-se como base para o cálculo do CAPM o beta informado por sites de investimentos::

$$\beta = \frac{\text{COV} (R_i, R_m)}{\text{VAR} (R_m)}$$

Onde:

$E(R_i)$  = expectativa de retorno ou custo do capital próprio;

$R_f$  = taxa livre de risco;

$\beta$  = o coeficiente beta;

$E(R_m)$  = expectativa de retorno de mercado;

$E(R_m) - R_f$  = prêmio de mercado ou prêmio de risco;

$\text{COV} (R_i, R_m)$  = covariância do ativo  $i$  com a carteira de mercado;

$\text{VAR} (R_m)$  = variância da carteira de mercado;

O modelo de Ohlson (1995) abriu oportunidade para novas ideias relacionadas ao conceito de lucros residuais ou anormais, fazendo associação direta a valoração de uma empresa (MIRANDA; TEIXEIRA e LIMA, 2005).

### 2.3 Modelo de Ohlson

Ohlson (1995) conjecturou a viabilidade de elaboração de um modelo de avaliação de empresas assumindo premissa de acréscimos limpos do Patrimônio Líquido (*Clean Surplus Relation*), em que as informações utilizadas fossem parcialmente contábeis.

A fórmula utiliza o lucro residual e valor contábil do patrimônio líquido no momento corrente na mesma equação e implica que o *goodwill* é igual ao valor presente dos lucros residuais, ou seja os lucros que excedem o custo do capital próprio.

Para elaboração e utilização do modelo são necessárias utilização de dois parâmetros e três variáveis (Cupertino e Lustosa 2006):

- Variáveis:
  - O valor do patrimônio líquido no período corrente;
  - Lucros do período corrente;
  - E outras informações do período corrente;
- Parâmetros:
  - Parâmetros de persistência: são coeficientes utilizados como fator de correção, devido a outras informações contábeis, econômicas financeiras e de mercado que podem afetar diretamente o modelo.

Salientamos que não há critérios estabelecidos para definição do coeficiente.

- A taxa de desconto;

As Demonstrações contábeis como: Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido e Balanço Patrimonial fornecem as informações para definição das variáveis necessários, entretanto os parâmetros possuem maior dificuldade para serem definidos (Cupertino e Lustosa 2006).

A apresentação do modelo ocorre por meio da diferença entre os lucros anormais e uma taxa livre de risco, dada pela fórmula, onde: “*i*” é a taxa livre de risco, ressaltamos que Ohlson (1995) não definiu como seria determinada essa taxa, ficando para futuras pesquisas e propostas de proxies.

#### **2.4 Artigos empíricos sobre a aplicação do RIV - Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais (*Residual Income Valuation – RIV*)**

Santos (2013) aplicou o modelo de avaliação pelos lucros residuais à empresa de capital aberto Vale S.A, empresa de mineração situada no Brasil, porém presente em diversos países. Foi utilizada as informações disponibilizadas na *U.S Securities and Exchange Commission – SEC* que corresponde a Comissão de Valores Mobiliários para o mercado dos Estados Unidos da América. Foi utilizado o modelo CAPM como definição do custo de capital próprio e de acordo com o referencial teórico apresentado neste trabalho, para calcular os lucros residuais o autor utilizou os dados financeiros de 2003 a 2010 para projetar quatro exercícios a frente.

“O lucro residual corresponde ao resultado do período deduzido da multiplicação entre o custo do capital próprio e o patrimônio líquido do exercício anterior. O valor da empresa pelo modelo RIV é o somatório do patrimônio líquido do período e os lucros residuais futuros trazidos A valor presente.” (SANTOS, 2013).

Com a aplicação do modelo, Santos (2013) chegou ao resultado de correlação de 81,54% para período de escopo do trabalho como apresentado na tabela abaixo:

Tabela 1 – Aproximação dos Valores de Mercado da Vale S.A

Itens	2003	2004	2005	2006	2003 – 2006
RIV (US\$ milhões)	21.604	30.348	34.568	47.531	<b>N/A</b>
Ações (US\$ milhões)	22.455	33.407	47.374	71.858	<b>N/A</b>
RIV/Ação (%)	96,21	90,85	72,97	66,15	81,54

Fonte: SANTOS (2013)

Demonstrando a consistência do modelo para projeção do lucros residuais dos quatro períodos. Cabe salientar que para encontrar o valor da empresa por meio do modelo RIV basta somar os valor do patrimônio líquido do período com o lucros residuais futuros trazidos a valor presente.

## 2.5 Ambev

A companhia Brasileira de Bebidas das Américas, mais conhecida como AMBEV, foi criada em 1999 após fusão da Cervejaria Brahma e Companhia Antártica é um empresa de capital aberto brasileira que faz parte do grupo AB Inbev, tem grande destaque no cenário brasileiro por ser uma das maiores produtoras de bens e consumo tendo como principal produção a de bebidas no Brasil, com cerca de trinta e duas cervejarias e duas maltárias, com trinta marcas de bebidas, trinta e cinco mil parceiros e colaboradores, cem centros de distribuição direta e seis centros de excelência.

Está presente em dezenove países na América sem do que em seis possui liderança de mercado, seu carro chefe são as marcas de cerveja como Skol, Antártica, Bohemia, Quilmes, Stella Atoirs entre outras marcas. (Site: <http://www.ambev.com.br>)

Seu valor de mercado era aproximadamente R\$ 274 bilhões de reais de acordo com a última cotação de suas ações da bolsa de valores de São Paulo no ano de 2015. Em valores atuais ele possui um valor de mercado de R\$ 294,2 bilhões no mês de julho de acordo com a site valor econômico, sendo assim a empresa mais valiosa listada na bolsa de valores de São Paulo.

### 3. METODOLOGIA

Este trabalho tem objetivo de utilizar o modelo de avaliação pelo lucro residual (ALR) como estudo de caso para empresa listada na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBovespa).

A modelo ALR tem melhor aplicabilidade quando utilizado em empresas que possuem suas ações negociadas em bolsas de valores, devido a confiabilidade das informações contábeis, pois de acordo com a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 as demonstrações financeiras dever ser auditadas por auditores independentes antes da apresentação para o público e órgãos reguladores.

Dessa forma a valor da empresa é medido pelo valor de suas ações multiplicadas pela quantidade de ações disponíveis no mercado. Cabe salientar que esse fato se trata de uma expectativa na retorno da aplicação do investidor, ou seja, o valor que a empresa poderá gerar no próximos períodos. Com isso pode-se fazer uma relação direta com o modelo de avaliação pelos lucros residuais (ALR), pois o modelo tem como proposição a projeção de possíveis lucros residuais futuros trazidos a valor presente, ou seja o lucro que excede o custo de capital próprio investido.

Este trabalho foi dividido em duas etapas (i) a primeira utilizando método indutivo, em que a indução é um processo mental por intermédio do qual, partindo de premissas particulares, aceitavelmente constatadas, é assumida uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas. Portanto, o objetivo dos argumentos indutivos é levar a conclusões cujo conteúdo é muito mais amplo do que o das premissas nas quais se basearam (MARCONI E LAKATOS, 2000). A segunda etapa se caracteriza por (ii) testes empíricos advindos dos conceitos desenvolvidos nos itens 2 e 2.1.

Para a projeção dos lucros residuais a empresa Ambev, empresa de capital aberto brasileira produtora de bem de consumo, utilizou-se as informações contábeis retiradas do próprio site da entidade e são as mesmas que são disponibilizadas para seus acionistas e para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que devido o ambiente regulatório do mercado de capitais ser bem amplo garante a confiabilidade dos dados.

Para o cálculo utilizou-se períodos de relativa estabilidade econômica no mercado de capitais brasileiro. Os lucros residuais foram calculados a partir do lucro contábil de 2014 acrescidos da taxa de crescimentos dos lucros do período de 2008 a 2014.

Os lucros residuais futuros da empresa Ambev serão calculados a partir dos lucros contábeis projetados a partir do período de 2014, acrescidos pela taxa de crescimento do lucro

contábil subtraídos do valor encontrado de custo de capital próprio multiplicado pelo patrimônio líquido do período, segundo formula citada no item 2.1 deste trabalho.

### **3.1 Premissas utilizadas**

Para elaboração do trabalho foram necessárias estabelecer diversas premissas para utilização do modelo de avaliação dos lucros residuais e projetar os lucros residuais futuros da empresa AMBEV. Dividimos em cinco premissas básicas que são:

- Ambiente econômico de estabilidade;
- Taxa de crescimento dos lucros;
- Projeção dos lucros contábeis futuros;
- Definição do custo de capital próprio pelo modelo CAPM;
- Projeção do Patrimônio Líquido;

#### **3.1.1 Ambiente econômico de estabilidade**

A grande recessão vivida pela economia global com início no ano de 2008 e permeou até meados de 2012 afetou os mercados mundiais como um todo, devido à globalização dos negócios entre países. No Brasil o efeito da crise nos Estados Unidos da América foi a fuga de capital estrangeiro, ocasionada pelo aumento da liquidação de investimentos, provocando grandes baixas na cotação de ações na bolsa de valores.

Para melhor utilização do modelo de avaliação dos lucros residuais definiu-se que o ambiente de mercado passa por um período de estabilidade econômica, ou seja, o mercado está aquecido sendo favorável ao investidor alocar seus recursos no mercado de ações e para isso utilizará informações para melhor tomar decisões, tendo em vista que o mercado não é perfeito e seus agente possuem aversão a riscos.

#### **3.1.2 Taxa de Crescimento dos Lucros**

Para utilizar o modelo de avaliação dos lucros residuais, como visto no item 2.1, deste trabalho e chegar no valor dos lucros anormais ou residuais é necessário projetar o lucro contábil do tempo  $t+1$ , ou seja, o lucro contábil ocorrido em 2007 projetando o lucro que excede o custo de capital próprio para os próximos períodos.

Sendo assim, para projetar os lucros contábeis utilizou-se a taxa média de crescimento do lucro de uma série histórica que vai de 2007 a 2015 como demonstrado na tabela 2 a seguir:

Tabela 2: Taxa média de crescimento do lucro contábil. (Milhões).

Ano	Lucro Contábil atribuído a Ambev	Diferença	%
2007	5.068,83	-	
2008	5.190,89	122	2%
2009	5.988,34	797	15%
2010	7.619,24	1.631	27%
2011	8.719,78	1.101	14%
2012	10.420,55	1.701	20%
2013	11.399,44	979	9%
2014	12.362,02	963	8%
2015	12.879,14	517	4%
Média	9.956		12,62%

Fonte: Demonstrações financeiras e elaboração próprio.

Constatou-se que o valor médio do crescimento da lucro contábil da Ambev é de 12,62% (doze, vírgula sessenta e dois por cento) para período de escopo, portanto utilizou-se a taxa média de crescimento para projetar os lucros contábeis futuros da entidade.

### 3.1.3 Lucro Contábil

Para projetarmos os lucros contábeis utilizou-se o lucro contábil de 2015 acrescido da taxa de 12,62% (doze, vírgula sessenta e dois por cento) ao ano de crescimento dos lucros para a série histórica de 2007 a 2015 e observou-se os seguintes resultados demonstrado na tabela 3

Tabela 3: Projeção dos lucros contábeis por 8 períodos seguintes (R\$ milhões).

Períodos	Lucro Contábil
2008	5.709
2009	6.429
2010	7.240
2011	8.154
2012	9.183
2013	10.342
2014	11.647
2015	13.117

Fonte: Elaboração própria.

\*Dados projetados de acordo com metodologia aplicada.

### 3.1.4 Definição do custo de Capital Próprio (CAPM)

Utilizou-se sites de investimentos para determinação no indicador beta da entidade, em que utilizou-se o beta de 0,9 (zero virgula nove). Para definição do risco de mercado –  $R_m$  – de 11,60% (onze, virgula seis por cento) utilizou-se o crescimento médio do índice Bovespa a partir da implantação do plano real, ou seja de 1994 até 2015, que demonstra o comportamento do mercado determinado pelo modelo econômico utilizado.

Como taxa livre de risco aplicou-se o retorno médio da poupança para o período de 2000 a 2015 de acordo o Instituto Assaf Neto, e verificou-se que o retorno é de  $R_f$  – 7,98% (sete, virgula, noventa e oito por cento).

Dessa maneira, o prêmio do risco foi de 3,26% (três, virgula, vinte e seis por cento), ocasionando no custo de capital próprio – CAPM - de 11,24% (onze, virgula, vinte e quatro por cento).

### 3.1.5 Patrimônio Líquido

O Patrimônio Líquido pode ser afetado, dentre outros fatores, pelo aporte de novos capitais, mas a forma mais habitual é a incorporação do resultado do exercício.

Dentre as últimas alterações promovidas na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 não é mais permitido possuir saldos na conta de Lucros Acumulados no Patrimônio Líquido, devendo o lucro do exercício ser integralmente destinado às reservas ou distribuídos. (SANTOS, 2013). Salientamos que essa deliberação é apenas para Sociedades Anônimas e para as demais entidades o saldo de lucros acumulados poderá compor o Balanço Patrimonial.

O § 2º do artigo 202 da referida lei dispõe que o direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício como dividendo obrigatório referente a remuneração de capital. Entretanto poderá ocorrer deliberação em assembleia geral para aumentar a porcentagem de distribuição do resultado.

O Patrimônio Líquido de um período corresponde ao Patrimônio Líquido do período imediatamente anterior acrescido do resultado contábil do período e diminuído dos dividendos líquidos distribuídos no período (LOPES; SANT'ANNA; COSTA, 2007)

Desta forma, foi utilizada como premissa para projeção do Patrimônio Líquido a dedução de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido projetado a título de distribuição de dividendos, que no caso afeta o Passivo Circulante, e os 75% (setenta e cinco por cento) restantes do lucro líquido projetado foram incorporados às contas de Reservas de Lucros, afetando desta forma o Patrimônio Líquido.

Para o utilização do modelo de avaliação dos lucros residuais é necessário que todas as variações patrimoniais transitem pelo resultado, ou seja, para validar o modelo o sistema contábil deverá satisfazer as condições do *Clean Surplus Relations* – CRS (CUPERTINO; LUSTOSA, 2005).

$$PL_{t+1}=PL_t+LR_{t+1}-DIV_{t+1}$$

Onde:

$PL_{t+1}$  = o valor do Patrimônio Líquido projetado para o período t+1;

$PL_t$  = o valor do Patrimônio Líquido no período t;

$LR_{t+1}$  = lucro residual projetado da empresa para o período t+1;

$DIV_{t+1}$  = o dividendo mínimo obrigatório do período t+1 no caso de  $LR_{t+1} > 0$ ;

#### 4. PROJEÇÃO DAS VARIÁVEIS DO MODELO ALR

Para a empresa Ambev foi realizada a projeção dos resultados de acordo com o item 2.1 deste trabalho fundamentado com as premissas determinadas pela item 3 de metodologia e seus subitens, utilizando informações contábeis históricas da entidade como o lucro líquido e patrimônio líquido de 2007. Para incluirmos o valor de mercado da entidade na nossa análise para os anos correspondente ao escopo de trabalho extraímos do consolidado das demonstrações a quantidade ações que a empresa tinha em circulação na bolsa de valores de São Paulo. Os valores das ações foi mensurado de acordo com o último fechamento do pregão para cada ano, posteriormente realizou-se o cálculo de quantidade multiplicado pelo preço da ação para identificarmos o valor de mercado. Salientamos que todas as informações para mensuração do valor de mercado estão disponíveis para acesso da comunidade no site da entidade.

Seguem tabelas e gráficos com a evolução da entidade em quantidade de ações, valor das ações e valor de mercado:

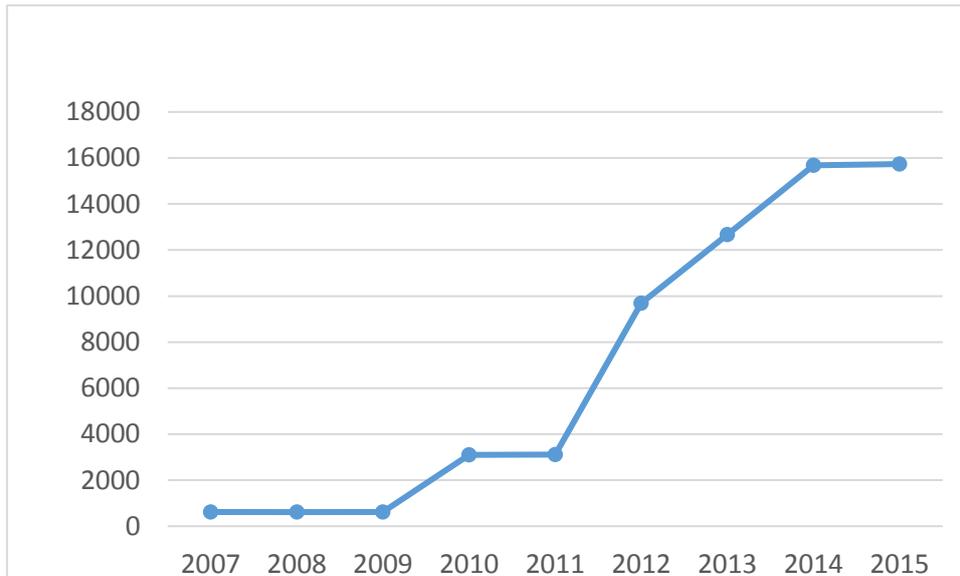
Como podemos observar na tabela 4 e gráfico 1 houve o aumento substancial da quantidade ações oferecidas no mercado para o período de 2007 a 2015.

Tabela 4: Quantidade de ações para cada ano de escopo.

Períodos	Quantidade de Ações
2007	616
2008	614
2009	616
2010	3.103
2011	3.117
2012	9.694
2013	12.678
2014	15.683
2015	15.735

Fonte: Demonstração financeiras e elaboração própria.

Gráfico 1 – Evolução da quantidade ações no mercado brasileiro no período de 2007 a 2015.



Fonte: elaboração própria e demonstrações financeiras.

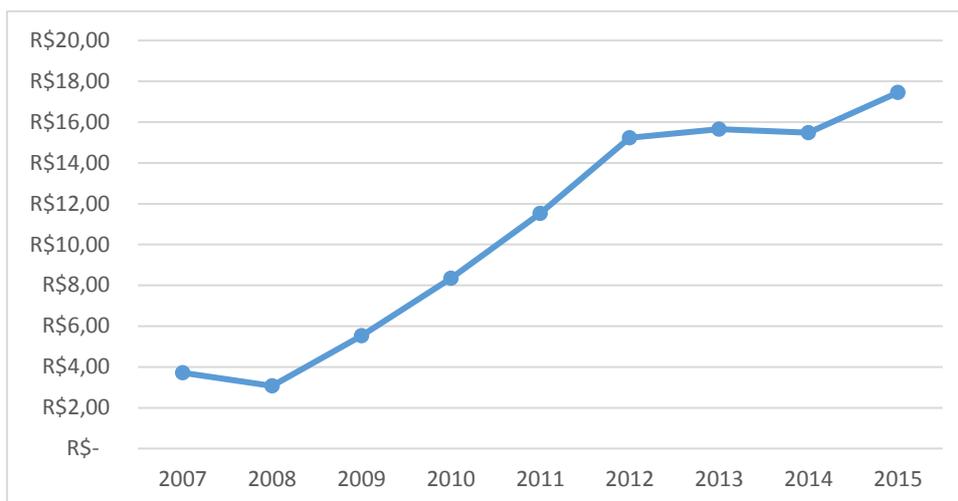
Segunda a Tabela 5 e Gráfico 2 observou-se que houve um alto crescimento do valor da ação para o período de escopo desde trabalho.

Tabela 5: Preço da ação para o período de escopo (R\$ milhões).

Períodos	Valor da Ação (Última Cotação)
2007	3,72
2008	3,07
2009	5,53
2010	8,34
2011	11,53
2012	15,23
2013	15,66
2014	15,49
2015	17,45

Fonte: Elaboração própria e histórico de cotação da empresa AmBev.

Gráfico 2 – Evolução do valor unitário da ação no último fechamento de cada ano (R\$).



Fonte: elaboração própria e histórico de cotação (site Ambev).

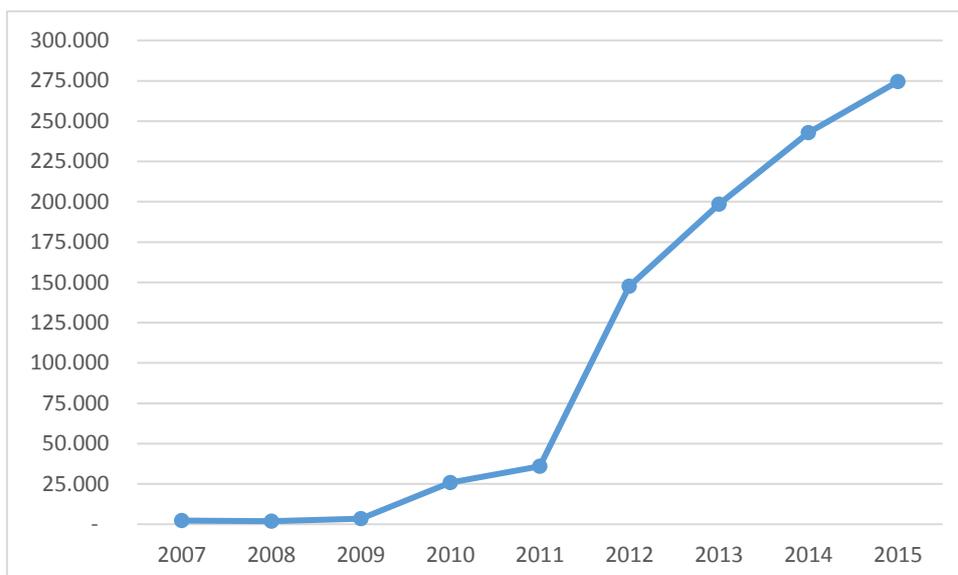
Na Tabela 6 e Gráfico 3 pode-se verificar em valores reais o crescimento do valor de mercado da entidade, que é o resultado das observações referente as Tabelas 4 e 5 e Gráficos 1 e 2.

Tabela 6: valor anual de mercado da empresa Ambev (R\$ milhões)

Períodos	Valor de Mercado
2007	2.290
2008	1.885
2009	3.409
2010	25.881
2011	35.941
2012	147.633
2013	198.532
2014	242.929
2015	274.581

Fonte: Demonstrações financeiras, histórico de cotação (site Ambev) e elaboração própria.

Gráfico 3 – Evolução do valor de mercado da empresa Ambev (R\$ milhões).



Fonte: Elaboração própria, demonstrações financeiras e histórico de cotação  
 Dados projetados conforme metodologia aplicada

Salientamos que a Ambev tem apresentado como característica desde sua criação em 1999 a incorporação de outras marcas de bebidas e até de outras empresas, que agregou de forma substancial nos últimos 10 anos o valor de mercado da entidade, em que houve uma concentração de mercado tendo em vista que a empresa é líder na produção e venda de bebidas na América, presente em 19 países e possuindo marcas com grande popularidade.

#### 4.1 Lucro Contábil Projetado x Lucro Contábil Realizado

Ao projetarmos o lucro contábil partindo do lucro líquido da empresa Ambev para o ano de 2007, a partir da taxa de crescimento médio do período de 12,62% (doze, vírgula, sessenta e dois por cento) verificou-se que a correlação entre o lucro projetado e o lucro que se realizou foi de 98% (cento e três por cento), ou seja, observou-se correlação forte entre o valor projeto dos lucros contábeis com o valor que foi efetivamente realizado nos anos do período de escopo, como demonstra a Tabela 7 abaixo:

Tabela 7: Correlação entre o lucro contábil projetado e o lucro contábil realizado (R\$/mil).

Períodos	Lucro Contábil Projetado*	Lucro Contábil Realizado	Projetado/Realizado
2008	5.709	5.191	110%
2009	6.429	5.988	107%
2010	7.240	7.619	95%

2011	8.154	8.720	94%
2012	9.183	10.421	88%
2013	10.342	11.399	91%
2014	11.647	12.362	94%
2015	13.117	12.879	102%
Média	8.978	9.322	98%

Fonte: elaboração própria e demonstrações financeiras.

\*Dados projetados conforme metodologia aplicada.

#### 4.2 Projeção dos Lucros Residuais

De acordo com a fórmula do modelo de avaliação dos lucros residuais apresentado no item 2.1 deste trabalho, projetou-se os lucros residuais a partir do ano de 2007 e dessa forma encontrou-se o seguinte resultado apresentado na Tabela 8 a seguir:

Tabela 8 – Lucros Residuais Projetados (R\$ milhões)

Períodos	Lucro residual*
2008	3.615
2009	4.090
2010	4.622
2011	5.220
2012	5.891
2013	6.646
2014	7.495
2015	8.450

Fonte: elaboração própria.

\*Dados projetados conforme metodologia aplicada.

Ressaltamos que desse valor considerou-se que a empresa pague os dividendos mínimos obrigatórios de 25% (vinte e cinco por cento) para seus acionista, ou seja, esse valor deverá ser acrescido no passivo e não no patrimônio líquido da entidade. Dessa maneira os valores distribuídos de dividendo e que serão subtraídos do cálculo a avaliação pelos lucros residuais são os valores demonstrados na Tabela 9 a baixo:

Tabela 9 – Valores projetados de distribuição mínima de dividendos (R\$ milhões)

Períodos	Dividendos*
2008	1.427
2009	1.607

2010	1.810
2011	2.038
2012	2.296
2013	2.585
2014	2.912
2015	3.279

Fonte: elaboração própria.

\* Dados projetados conforme metodologia aplicada.

Dessa maneira, chegou-se ao valor dos lucros residuais que deverão ser acrescidos aos valores do Patrimônio Líquido para que fosse possível comparar o valor encontrado mediante o modelo de avaliação pelos lucros residuais e o valor de mercado na entidade para cada ano do escopo de trabalho, segundo Tabela 10 a seguir:

Tabela 10 – Lucros residuais descontados os dividendos (R\$ milhões).

Períodos	Lucro Residual Líquido*
2008	2.188
2009	2.483
2010	2.812
2011	3.181
2012	3.596
2013	4.061
2014	4.583
2015	5.171

Fonte: elaboração própria.

\* Dados projetados conforme metodologia aplicada.

### 4.3 Projeção do Patrimônio Líquido

É apresentada em seguida, a projeção do Patrimônio Líquido da empresa Ambev, bem como a correlação encontrada com o patrimônio projetado com o patrimônio que foi apresentado como resultado da entidade para os respectivos anos.

Os cálculos para projeção do Patrimônio Líquido foram elaborados de acordo com a metodologia apresentada neste trabalho conforme Tabela 11.

Tabela 11 – Correlação entre Patrimônio Líquido projetado e Patrimônio Líquido real (R\$ milhões).

Períodos	Patrimônio Líquido Projetado*	Patrimônio Líquido Contábil	Projetado/ Contábil
2008	20.815	21.012	99%
2009	23.297	22.296	104%
2010	26.109	24.565	106%
2011	29.291	25.829	113%
2012	32.886	37.269	88%
2013	36.947	44.225	84%
/2014	41.530	43.645	95%
2015	46.701	50.334	93%
Média			98%

Fonte: elaboração própria e demonstração financeira.

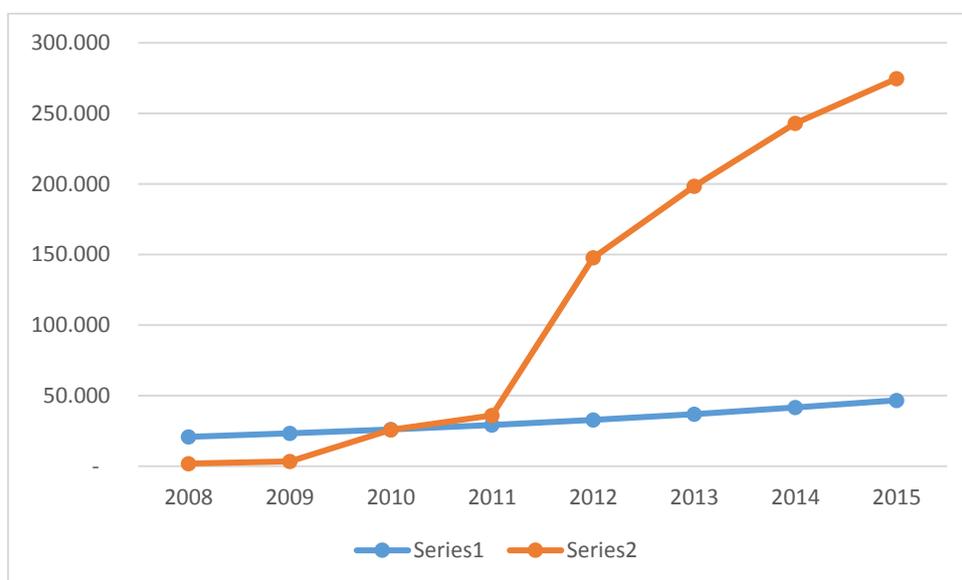
\*Dados projetados conforme metodologia aplicada.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O modelo de avaliação dos lucros residuais foi aplicado para empresa Ambev como meio de comparação entre o valor da empresa atribuído pelo modelo e o valor da empresa atribuído pelo mercado para o período de 2008 a e verificar se existe alguma correlação entre eles. Adicionalmente presumir se o modelo poderá ser utilizado como modelo de projeção para investidores nas tomadas de decisão para alocação de recursos.

É apresentado, a seguir, gráfico 4 com a comparação do valor da empresa projetado pelo modelo de avaliação dos lucros residuais e o valor determinado pelo mercado:

Gráfico 4: Valor de mercado e valor da empresa pelo modelo de avaliação dos lucros residuais (Milhões).



Fonte: Elaboração própria, demonstrações financeiras, histórico de cotações (site Ambev).

Observou-se que na série 1 referente ao modelo de avaliação dos lucros residuais o crescimento do valor ocorre de forma linear e gradativa ocorrendo um alto grau de correlação entre o valor calculado pelo ALR e o valor de mercado entre 2010 e 2011 conforme demonstrado no gráfico 4, porém para a série 2 que é referente ao valor de mercado, a partir de 2011, verificou-se um crescimento substancial do valor da empresa. Pode-se atrelar essa relação ao aumento significativo da quantidade de ações ofertada no mercado de 3 bilhões de ações para 9 bilhões de ações, como apresentado na tabela 4 e um aumento de cerca de 25% (vinte e cinco por cento) do valor da ação apresentado na tabela 5.

Em 2012 a Ambev se tornou a empresa com maior valor de mercado da América Latina, com valor aproximado aos 148 bilhões de reais. Nesse mesmo ano a Ambev começou sua expansão para o Caribe através de uma aliança estratégica com a E. León Jimenes S.A que resultou na aquisição de 3 cervejarias líderes de mercado na região. Com essa aliança a Ambev passou a exportar para 16 países do Caribe, Estados Unidos e Europa o que justifica o grande aumento do valor da empresa. Hoje a empresa possui mais de 15 bilhões de ações ordinárias oferecidas no mercado com um valor próximo dos R\$18 reais por ação.

A aplicação do modelo de avaliação dos lucros residuais apurou os seguintes valores conforme Tabela 12 para a empresa Ambev do setor de produção de bens de consumo mais especificamente bebidas com referência ao anos de 2007:

Tabela 12: ALR/Mercado (Milhões);

Períodos	Valor Projetado (ALR)	Valor de mercado	ALR/Valor de mercado
2008	20.815	1.885	1104%
2009	23.297	3.409	683%
2010	26.109	25.881	101%
2011	29.291	35.941	81%
2012	32.886	147.633	22%
2013	36.947	198.532	19%
2014	41.530	242.929	17%
2015	46.701	274.581	17%

Fonte: Elaboração própria, demonstrações financeiras, histórico de cotações (site Ambev).

\*Dados projetados de acordo com metodologia apresentada neste trabalho.

De acordo com os valores apresentados na tabela verificou-se que para o ano de 2008 a valor da empresa com aplicação do modelo chega a ser 1104% (um mil, cento e quatro por cento) maior que o valor atribuído pelo mercado, porém observou-se que a cada período o resultado foi se invertendo tendo em 2011 o valor de mercado superou o valor atribuído pelo modelo, em que o valor definido pelo modelo só corresponde a 81% (oitenta e um por cento) do valor atribuído pelo mercado.

Voltamos a ressaltar o ano de 2012, em que verificou-se que a empresa Ambev alavancou de forma considerável o seu valor em relação ao valor atribuído pelo modelo ALR e mercado sendo de 22% (vinte e dois por cento). Essa relação continuou para os anos

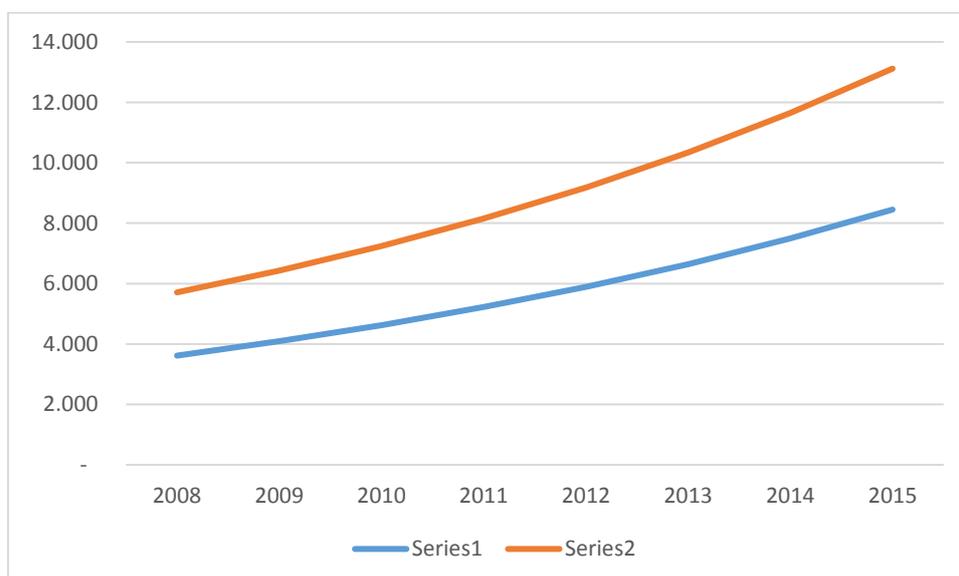
seguintes sendo 19% (dezenove por cento) para 2013, 17% (dezesete por cento para o anos de 2014 e 2015.

Sendo assim, mesmo partindo de informações contábeis referente a Lucro Contábil e Patrimônio Líquido apresentado nas demonstrações de financeiras e para projeção dos lucros residuais premissas de mercado indutivas, considerou-se que o modelo de avaliação pelos lucros residuais não apresenta correlação razoável com o valor de mercado, não sendo vantajoso a utilização do modelo como meio de avaliação de empresas.

O fato de a empresa está superavaliada pelo mercado sugere uma possível concentração de mercado devido grande expansão pelas américas desde os anos 2000, ausência de concorrentes e carteira diversificada de produtos com grande aceitação do público, tendo em vista que a cultura de entidade é realizar aquisições de novos produtos, marcas, empresas fusões, incorporações e parcerias comerciais em países ou mercados que ela não possui atuação. Com isso a Ambev passou a atuar em 19 países sendo líder de mercado na américa do sul e na américa latina com 41 marcas, sendo 26 marcas de cerveja que é o seu carro chefe, 11 marcas de refrigerante e uma marca de suco, isotônico, energético e chá.

Acrescentamos que o modelo fornece razoável correlação para ser utilizado por investidores para tomada de decisão, tendo em vista que a partir das premissas utilizadas a correlação entre os lucros residuais projetados e os lucros contábeis realizados foi de 64% (sessenta e quatro por cento), ou seja, sugere retornos futuros que excedem o custo de capital próprio, como apresentado no gráfico 5 a seguir:

Gráfico 5: Correlação entre os lucros residuais projetados e lucros contábeis realizados em R\$ milhões.



Fonte: Elaboração própria, demonstrações financeiras.

Dados projetados de acordo com metodologia apresentada neste trabalho.

Serie 1: representa os lucros residuais projetados para os respectivos anos.

Serie 2: representa os lucros realizado para os respectivos anos.

Observou-se que os lucros realizados são 36% (trinta e seis por cento) maiores que os lucros residuais auferidos pelo modelo ALR, o que comprova a concentração de mercado caracterizado por um oligopólio.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo aplicar o modelo de avaliação dos lucros residuais – ALR – à empresa AmBev regulada pela Comissão de Valores Mobiliários, e práticas contábeis de acordo com as *International Financial Reporting Standards* - IFRS – as Normas Brasileiras de Contabilidade – NBC – os pronunciamentos contábeis emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC.

Aplicou-se o modelo tendo em vista a validação mediante a validação realizada por Santos (2013) a empresa de capital aberto que mantém ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York com certo grau de confiança.

Dessa maneira, o modelo ALR foi aplicado a empresa Ambev, partindo de proxy das projeções dos seus próprios dados contábeis.

Verificou-se que o projetado pelo modelo não possui correlação razoável com o valor atribuído pelo mercado, pois o valor de mercado da empresa está superavaliado pelo mercado chegando a ser aproximadamente 5 vezes o valor do Patrimônio Líquido apresentado.

Houve breve período de correlação entre o valor calculado pelo ALR e o valor de mercado entre 2010 e 2011 como demonstrado no Gráfico 4.

Os resultados sugerem que o mercado deposita bastante confiança nas operações e nos retornos financeiros da entidade, por ser uma empresa consolidada no mercado e possui grande concentração de mercado quando tratamos da produção, venda e consumo de cervejas, na América do sul, América Latina e Canadá.

Essa concentração de mercado poderá ter como explicação a cultura da empresa em realizar aquisições de novos produtos, marcas, empresas fusões, incorporações e parcerias comerciais em países ou mercados que ela não possui atuação. Com isso ela possui um grande portfólio de produtos oferecidos ao público sendo o principal a comercialização de cervejas.

Para o investidor seria atrativo utilizar o modelo de avaliação pelo lucros residuais para tomada de decisão de alocação de capital, tendo em vista que o modelo possui correlação razoável entre os lucros residuais e os lucros contábeis de 64% (sessenta e quatro por cento).

Em estudos futuros poderão ser utilizados novas premissas, mudança de períodos de referência e nos fatores que formam o Custo de Capital Próprio. Pode-se utilizar o modelo para uma quantidade maior de empresas de capital aberto, para as concorrentes da Ambev no setor de bens de consumo de bebidas. Pode-se utilizar outras taxas de descontos, como rendimento da taxa Selic, retorno sobre ativos, retorno sobre Patrimônio Líquido.

Por fim, o modelo de avaliação pelos lucros residuais apesar de possuir relevância na área acadêmica ainda apresenta grandes possibilidades para ser explorado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Dispõe que exigência que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, 5 de junho de 2001. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 25 de outubro. 2016.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 25 de outubro 2016

BRUNI, Adriano Leal. Avaliação de Investimentos. Atlas 2ª Edição, 2013. p. 345.

CUPERTINO, C. M., LUSTOSA, P. R. B. O Modelo Ohlson de Avaliação de Empresas: tutorial para utilização. Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte, Minas Gerais, v. 17, n. 1, p. 47-68, jan./mar. 2006.

CUPERTINO, C. M., LUSTOSA, P. R. B. O Modelo Ohlson de Avaliação de Empresas: uma análise crítica da sua aplicabilidade e testabilidade empírica. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5. 2005, São Paulo.

CUPERTINO, C. M., LUSTOSA, P. R. B. Testabilidade do Modelo Ohlson: revisão da literatura acadêmica. Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte, Minas Gerais, v. 17, n. 2, p. 47-66, abr./ jun. 2006.

GALLO, A. Validação do Modelo de Ohlson (1995). VIII Simposio de Excelência e Tecnologia, 2011.

GIL, Antônio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999. p 138 e 140;

[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm)

[http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2016/06/29/internas\\_economia,538348/ambev-lidera-ranking-de-empresa-mais-valiosa-na-bovespa.shtml](http://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2016/06/29/internas_economia,538348/ambev-lidera-ranking-de-empresa-mais-valiosa-na-bovespa.shtml)

<http://conteudo.enfoque.com.br/RI/mz/ambev/2012/cotacaohistorica.aspx>

<http://br.investing.com/equities/ambev-prf-adr>

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. Metodologia Científica., 5ª ed. São Paulo. Atlas. 2000. p 87.

MIRANDA, J. H; TEIXEIRA, A. J. C.; LIMA, F. G. Precificação de Empresas: Análise da Relação do Modelo de Ohlson e a Equação para Cálculo de Opções de Black, Scholes e Merton. 5º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 5ª ed. Cod.391, 2005.

OHLSON, J. A. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, v. 11, n. 2, p. 661-687, spring 1995.

OHLSON, J. A., LOPES, A. B. Avaliação de Empresas com Base em Números Contábeis. Brazilian Business Review, Vitória, v. 4, n. 2, p. 96-103, mai./ago. 2007.

PORTELLA, Gualter. Lucro Residual e Contabilidade: Instrumental de Análise Financeira e Mensuração de Performance. Caderno de Estudos Fipecafi, São Paulo. v.12, n.23, p.9-22, janeiro/junho 2000.

SANTOS. R. M. Modelo de Avaliação pelos Lucros Residuais (Residual Income Valuation – RIV): Uma aplicação às empresas do setor de transporte terrestres do Brasil. Tese de mestrado em Gestão Econômica de Negócios, 2013, Brasília.