

O valor da Firenze... Vale a pena reabrir ou não a sorveteria?

Autoria: Larissa Couto Campos, Reiner Alves Botinha, Lara Fabiana Moraes Borges,
Edvalda Araújo Leal, Gilberto José Miranda

Resumo:

Após sete anos do fechamento da sorveteria Firenze, muitas coisas tinham mudado na atividade de sorvetes. Os dois antigos sócios Sr. Porto e José Carlos enfrentam o dilema: vale a pena reabrir ou não a sorveteria? O modelo anterior de sorveteria adotado pela Firenze não é mais viável, caso os sócios tomem a decisão em reabrir o negócio, deverá buscar novas formas de atuação, para atender as transformações do mercado. Os sócios devem analisar a viabilidade econômica financeira para a avaliação da criação de um novo negócio, verificar os benefícios líquidos esperados por meio do fluxo de caixa descontado.

Introdução

Em 1991, José Antônio Nogueira Porto e Mário Nofeti Filho saíram de São Paulo para começarem um novo negócio na cidade de Uberlândia-MG. Iniciou-se assim a sorveteria “FIRENZE”, uma empresa de pequeno porte, dedicada à produção e comercialização de sorvete. A nova empresa foi instalada no centro da cidade, em um bom ponto comercial, situado em uma avenida que dá acesso a diferentes bairros.

Durante alguns anos a sociedade foi bem sucedida, porém o sócio Miguel resolveu abandoná-la. Nesse momento, Porto que tinha um vasto conhecimento em gestão de negócios mas pouco entendia da parte operacional, precisava de um novo sócio para auxiliar nas atividades da empresa, e viu em um de seus funcionários o potencial sócio que procurava. Este funcionário era José Carlos Silva, que atuava como ‘gerente de produção’ e possuía grande experiência no ramo de sorvetes.

Em pouco tempo a sorveteria se tornou uma das mais tradicionais da cidade. Naquela época, a empresa se destacava pelo diversificado cardápio de sorvetes servidos em taças, seu grande diferencial, o que lhe permitia uma ampla e fidedigna clientela. Além disso, foi pioneira no *self-service* de sorvetes, uma modalidade ainda pouco utilizada na cidade nos anos 90.

Em maio de 2005, Porto despertou-se para novos desafios em atividades diferentes, rompendo a sociedade. José Carlos ficou responsável por dirigir o negócio, como o único proprietário, encarou o desafio, mas enfrentou diversas dificuldades na gestão da sorveteria. Por isso optou por não mais gerenciar um negócio e sim prestar serviços como técnico de sorvetes em outras empresas, finalizando assim a empresa FIRENZE.

José Carlos vendeu todos os equipamentos a uma sorveteria localizada em um bairro periférico da cidade, e também foi prestar serviços para a mesma empresa. Ele criou diversos tipos de sabores novos de sorvetes, o que contribuiu para o crescimento da empresa e sua divulgação no bairro. Mas a experiência não teve sucesso em termos de ganhos para o próprio José Carlos. Assim, em função de outras possibilidades mais atrativas aos seus olhos, deixou o ramo de fabricação de sorvetes.

Desde então, já havia se passado sete anos, a cidade expandiu-se e continua a crescer em ritmo acelerado, o clima parece estar cada dia mais quente, pelo menos é a sensação que se tem. Além disso, as sorveterias se multiplicaram, passando a impressão de que os negócios vão de vento em poupa! Esse contexto tem deixado José Carlos pensativo a respeito da sua decisão anterior... teria feito a escolha errada?... Imbuído nessas reflexões, numa tarde dessas, quando ele fazia suas caminhadas vespertinas ao redor do *campus* Santa Mônica da Universidade Federal de Uberlândia, deparou-se com Márcio, um antigo cliente dos tempos em que era dono da Sorveteria Firenze.

- Olá Márcio, como vai você meu amigo? Há quanto tempo!
- José Carlos, que satisfação em revê-lo! Olha, acho que não nos vemos há muitos anos... Parece-me que desde os tempos da Firenze...
- É verdade, desde os tempos da Firenze...
- Meu amigo, com um calor desses, você não pensa em abrir uma nova sorveteria? Tenho certeza que com o seu *know-how* será um sucesso. Lembro-me que a Firenze ficava em um lugar tão agradável! E os sabores dos sorvetes eram maravilhosos! Tenho muitas saudades, e tenho certeza que todos os seus antigos clientes também.

José Carlos, naquele momento ficou até sem fala, engoliu seco e respondeu a Márcio, que estava pensando justamente nisso, mas que não sabia ainda como convencer o seu antigo sócio (Sr.Porto) a retomar a sociedade, já que seu capital sozinho não era suficiente. Márcio disse a ele que ficaria na torcida para que a reabertura da sorveteria acontecesse, em breve! Se despediram.

O Desafio

Após o encontro com o antigo cliente, José Carlos ficou bastante animado. Começou a fazer planos, projeções, imaginava o melhor local para a sorveteria, os sabores que poderia comercializar, as propagandas que poderia veicular, etc... Ele começou a verificar como estava o mercado de sorvetes na cidade, pesquisou sabores, formas de atendimento, taxas de financiamentos, entre outros, a fim de criar algo diferente, pois ele já sabia que as taças e o *self-service*, diferencial em seu primeiro negócio, já não o seriam mais.

Após esse levantamento inicial, ele decidiu marcar uma reunião com o seu ex-sócio, o Sr. Porto. Tinha o pensamento firme de que conseguiria convencê-lo a pelo menos avaliar a viabilidade de reabertura da Firenze.

Na noite anterior à reunião, José Carlos estava ansioso e teve dificuldades para dormir, as imagens da antiga Firenze passaram diante de seus olhos, ele lembrou dos diversos sabores de sorvetes que criou, a movimentação, elogios da clientela e, principalmente, dos dilemas e decisões que havia tomado. Após muito rolar pela cama, dormiu. No dia seguinte acordou animado! A reunião com o Sr. Porto estava marcada para as 10:00 horas na empresa de transportes que ele gerenciava.

José Carlos, que não estava satisfeito com suas escolhas pretéritas, tinha boas expectativas de retomar o negócio, e por isso pensava em como convencer Sr. Porto a serem novamente sócios.

Enquanto dirigia-se para a reunião, José Carlos pensava nos empecilhos que poderiam ser apresentados pelo antigo sócio. É fato que ele não conhecia a fundo administração de negócios, mas conhecia bem o amigo e já imaginava as palavras do Sr. Porto: *“Para termos um retorno que satisfaça os dois sócios, será necessário que conquistemos novamente o público-alvo, e de preferência parte da nossa antiga clientela, o que acho bastante difícil. Sem contar que não temos mais um ponto estratégico como o que tínhamos anteriormente e tampouco conseguiremos algum semelhante. Não consigo vislumbrar, a princípio, um retorno interessante para esse investimento”*.

Eles realmente se conheciam, pois esses foram exatamente os questionamentos feitos pelo antigo sócio, logo que iniciaram a conversa. Muito embora as palavras não tenham sido exatamente as mesmas.

Após sete anos do fechamento da sorveteria Firenze, muitas coisas tinham mudado na atividade de sorvetes. Durante esse período a cidade cresceu, novas sorveterias surgiram com novas propostas de sorvetes e serviços, o *self-service* se tornou comum entre as empresas, e as taças menos utilizadas. Além disso, os ex-sócios não tinham mais um bom ponto comercial. Sendo assim, eles se perguntavam se realmente seria interessante e economicamente viável reabrir a sorveteria Firenze. Como restabeleceriam a marca, antes tradicional, neste novo mercado? Ademais, quais seriam as mudanças que eles deveriam passar para encarar os novos desafios do mercado de sorvetes da cidade de Uberlândia?

Neste contexto, durante a reunião, o Sr. Porto abordou:

- O modelo anterior de sorveteria adotado pela Firenze não é mais viável, caso tomemos a decisão em reabrir o negócio, temos que buscar novas formas de atuação, para atender as transformações do mercado.

- Você tem toda a razão, Porto. Fiz algumas pesquisas e a proposta que tenho é de investirmos na produção e comercialização de sorvetes para pontos de vendas em distintos locais da cidade.

- Não entendi José Carlos, como seria isto?

- Vamos produzir o sorvete e vender para outros comerciantes (donos de restaurantes, lanchonetes, supermercados, farmácias) e os mesmos irão revender o nosso sorvete, podemos inclusive fornecer o *freezer* para o estabelecimento, divulgando assim nossa marca. O nome

da marca será a mesma ‘Firenze’, pois podemos utilizar a credibilidade e tradição de nossa marca para conquistar o novo mercado. Estou convicto, será um sucesso!!!

- Mas, José Carlos, (meio convencido pela argumentação inicial do sócio) acredito que devemos manter também, além da fábrica, o nosso próprio ponto de venda “Firenze Sorvetes”, podemos atender os pontos de vendas e vender o produto no local (sorvetes em taças e *self-service*, picolés, refrigerante, chocolates etc.).

- Concordo plenamente, junto com a fábrica poderemos abrir a loja.

José Carlos estava feliz, porque conseguira, a princípio, convencer o amigo a juntaram-se nesse novo empreendimento. Envolvidos no projeto e nas discussões dos detalhes não perceberam que a manhã se passara rapidamente. Quando notaram estavam apenas os dois no escritório da transportadora, todos haviam saído para o almoço. Decidiram encerrar a reunião, mas antes do término, prudente como sempre, Porto prometera a José Carlos fazer uma análise de viabilidade econômico-financeira do projeto e apresentar na próxima reunião a fim de assegurarem de que realmente o investimento seria vantajoso.

Avaliando a Viabilidade do Negócio

Convencido por José Carlos, logo após o almoço, Porto iniciou os levantamentos para analisar a viabilidade de reabrir a Firenze. Fez algumas pesquisas bibliográficas em obras na área contábil-financeira. Descobriu que o melhor indicador de viabilidade de um negócio é o valor desse mesmo negócio (valor da empresa). Pois quando se avalia uma empresa, pretende-se alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que indica de maneira equilibrada, a potencialidade econômica do empreendimento. A literatura consultada por Porto mostrava que o valor de uma empresa está fortemente ligado à sua capacidade de gerar riqueza aos seus proprietários.

- Concordo perfeitamente! Disse Porto para consigo mesmo.

- É exatamente assim que penso! Se no presente nós pudermos visualizar quanto valerá a empresa em alguns anos, teremos muito mais chances de sucesso!

Continuando sua pesquisa, Porto notou que o método de cálculo do valor de empresas mais utilizado na prática, e também recomendado por muitos autores, era o método do fluxo de caixas descontados. Então pensou: se o método tem sido aprovado no campo pragmático e também no meio científico, certamente será o mais seguro para nossas análises. Com base nessas reflexões, Porto, escolheu, para a avaliação da empresa, utilizar o método do Fluxo de Caixa Descontado.

Os autores consultados por Porto mostravam que esse método considera que o valor da empresa depende dos benefícios futuros (potencialidade de geração de riqueza) que o empreendimento irá produzir, trazidos a valor presente pela taxa de custo de capital. Ou seja, para se chegar ao valor da empresa, torna-se necessário conhecer os benefícios líquidos que se espera produzir no presente e no futuro.

- Humm... muito interessante! Para fazer o cálculo da empresa vou precisar projetar a geração de fluxos de caixa para, pelo menos... 5 anos... Já sei, vou utilizar as pesquisas feitas pelo José Carlos para fazer essa projeção!

- Assim Porto passou o restante do seu dia organizando a projeção dos dados da Firenze Sorvetes para cálculo do valor da empresa. Antes de encerrar o expediente ele conseguiu consolidar suas projeções em um quadro, de maneira bem simples (Tabela 1)

Tabela 1: Projeção Inicial – Firenze Sorvetes

Itens/Períodos	1	2	3	4	5
Vendas Líquidas (\$)	277.120	484.960	727.440	909.300	1.091.160
(-) Custos dos Produtos Vendidos	180.128	315.224	472.836	591.045	709.254
(-) Despesas Operacionais	110.848	145.488	189.134	200.046	218.232
(=) Resultado Operacional	(13.856)	24.248	65.470	118.209	163.674
(-) Investimento Adicional Ativos Perm.	-	41.568	48.496	36.372	36.372
(-) Investimento Adicional Capital de Giro	-	20.784	24.248	18.186	18.186
(=) Fluxo de Caixa das Operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116

Porto calculou que as vendas estimadas para o primeiro período deveriam ser na ordem de \$ 320.000 com crescimentos esperados de: 75% no segundo ano, 50% no terceiro ano, 25% no quarto ano e 20% no quinto ano. Também constatou que os impostos incidentes sobre vendas totalizavam 13,4%, sem perspectivas de alteração ao longo dos períodos analisados. Assim, as vendas líquidas projetadas para os cinco períodos seriam, respectivamente: \$ 277.120; \$ 484.960; \$ 727.440; \$ 909.300; e \$ 1.091.160, conforme apresentado na Tabela 1.

Utilizando a projeção feita por José Carlos, Porto constatou que os custos dos produtos giravam em torno de 65% das vendas líquidas. Como a maior parte deles eram custos variáveis e haveria novos investimentos ao longo dos próximos anos, não havia expectativas de que os custos fixos pudessem ser diluídos reduzindo o custo total do produto. Ou seja, os custos deveriam permanecer em torno de 65% ao longo dos cinco anos, portanto, nos cinco períodos seriam respectivamente: \$ 180.128; \$ 315.224; \$ 472.836; \$ 591.045 e \$ 709.254.

Já as despesas operacionais, notadamente as administrativas, eram em sua maioria fixas, portanto esperava-se queda significativa ao longo dos cinco anos projetados. De acordo com os gastos previstos por José Carlos, Porto verificou que as despesas operacionais no primeiro período estavam altas, correspondiam a 40% das vendas líquidas. A sorte é que elas cairiam sucessivamente nos anos seguintes. Seriam de 30% no segundo ano, 26% no terceiro ano, 22% no quarto ano e 20% no quinto ano, conforme valores demonstrados no Quadro 1.

Nesse instante, Porto já tinha condições de calcular o resultado operacional da empresa. A princípio ficou triste, pois notara prejuízo logo no primeiro período, mas ao calcular os demais períodos verificou que os resultados eram crescentes, período a período, conforme Tabela 1. Pensou, simplesmente: - Nos primeiros períodos vamos plantar e nos períodos futuros iremos colher os frutos!

Seguindo suas projeções, Porto imaginou que para alcançar as vendas projetadas seriam necessários investimentos constantes em ativo permanente (compra de *freezers*, de veículos de distribuição, de novos maquinários etc.). Inicialmente, o investimento seria feito com o capital investido pelos sócios, portanto não afetaria a projeção dos fluxos de caixa. Mas os investimentos posteriores seriam realizados a uma taxa média de 20% do crescimento de vendas.

Com o crescimento esperado dos negócios, novos investimentos em capital de giro também seriam requeridos, principalmente para financiar vendas a prazo. Para Porto, esses novos investimentos deveriam ser na ordem de 10% sobre o crescimento de vendas. Um fato importante é que a empresa não iria se endividar. Caso optassem pelo investimento, os sócios integralizariam todo o capital inicial. Esse investimento seria de \$ 260.000.

Além disso, como se trata de uma pequena empresa, a Firenze poderia ser optante da tributação simplificada, ou seja, não teria preocupações com imposto de renda. Sua tributação se restringia aos 13,4% incidentes sobre vendas, calculados anteriormente. Mas Porto espera que isso venha a ser alterado num futuro próximo! Devido ao crescimento almejado.

Já era noite, quando Porto finalizou a projeção de fluxos de caixa para os próximos cinco anos da empresa (Tabela 1). Sentia-se feliz com a atividade realizada, pois não era o tipo de análise que estava acostumado a fazer, no entanto, não tivera grandes dificuldades! Telefonou para José Carlos e marcou a reunião para a manhã seguinte.

Em casa, durante o jantar, Porto comentou com a esposa os planos futuros. Ela ficou muito contente com a possibilidade de abrirem a Firenze novamente, pois já havia trabalhado na sorveteria nos tempos áureos da empresa. Ela não comentou nada com Porto, mas em seu íntimo alimentava o desejo de voltar a trabalhar, estava cansada de ficar em casa. E essa seria uma excelente oportunidade!

Antes de dormir, Porto ficou pensando nas taxas que deveria usar para cálculo do valor da empresa... Desta vez foi ele a perder o sono... Porto percebeu que a definição da taxa de desconto dos fluxos de caixa e também a taxa para cálculo da perpetuidade seriam cruciais no cálculo do empreendimento. Deveria fazê-lo com muita cautela, caso contrário poderia chegar a um valor ilusório.

Após muitas reflexões, Porto considerou que para trazer os fluxos de caixa a valor presente, inclusive o valor da perpetuidade, deveria utilizar uma taxa que superasse outras alternativas de investimento do seu dinheiro, caso contrário seria melhor investir nessas alternativas. Deveria ser a taxa de custo de oportunidade dos sócios, já que o capital utilizado é todo próprio. Após avaliar suas possibilidades de investimentos e também as de José Carlos, Porto considerou que a melhor alternativa desprezada ao investirem na empresa, seria a taxa de 20% (mas não estava muito convicto dessa taxa... pois era a primeira vez que fazia esse tipo de estimativa).

Quando Porto chegou a essas conclusões já passava da meia-noite. Decidiu que não mais pensaria na Firenze naquela noite. Demorou ainda um pouco, mas finalmente adormeceu.

No dia seguinte...

Qual a Decisão a Ser Tomada?

Nitidamente os dois sócios enfrentam um dilema a ser resolvido. Decisões importantes devem ser tomadas. Os dois precisam utilizar da experiência no ramo de sorvetes para a melhor análise da viabilidade da reabertura da Firenze Sorvetes.

Entretanto, nesse momento, Porto está preocupado com a decisão do investimento que deverão fazer. Durante a reunião, comenta:

- José Carlos, para decidir se iremos ou não reabrir a Firenze devemos considerar este novo propósito de comércio nos pontos de vendas e todas as demais alterações previstas. Em termos práticos, temos a seguinte questão: É viável a reabertura da Firenze Sorvetes considerando a mensuração dos benefícios futuros esperados e trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto (custo de oportunidade)?

Notas para Ensino

Objetivos educacionais do caso

Este caso é indicado para o estudo do tema Avaliação de Empresas por meio do Fluxo de Caixa Descontado. O objetivo é estimular a reflexão do estudante sobre a análise de viabilidade econômica financeira para a avaliação da criação de um novo negócio, instigando os mesmos a conhecerem os benefícios líquidos que se espera produzir no presente e no futuro, que irá estabelecer o valor da empresa.

Utilização recomendada

A aplicação deste caso é recomendada para cursos de graduação e pós-graduação, em disciplinas na área financeira. Os estudantes são convidados a imaginar a situação da empresa e analisar as alternativas propostas para a tomada de decisão.

Sugestão para um plano de ensino

O objetivo desse caso de ensino é criar uma situação em que o aluno possa aplicar, de forma prática e teórica, os conteúdos de viabilidade econômica, fluxo de caixa descontado e avaliação de uma empresa. Para isso, sugere-se que o mesmo seja aplicado como exercício de fixação após a abordagem teórica do conteúdo realizada pelo professor.

A aplicação do caso pode ser realizada em uma sessão de uma hora e quarenta minutos (dois horários de 50 minutos). A sala deve ser, preferencialmente, dividida em grupos de quatro a seis alunos.

A entrega do material deve ser feita antecipadamente, permitindo a preparação individual do caso. Os alunos terão quarenta minutos para discussão do caso entre o grupo. O tempo restante será destinado para a exposição das decisões tomadas pelos grupos, devidamente justificados. Nessa etapa os alunos deverão estar dispostos em círculo, para que todos possam participar. Após isso, recomenda-se que o professor comente sobre o que foi abordado pelos grupos (pontos fortes e fracos) bem como a resolução final do caso.

Fontes de obtenção dos dados

Os dados para a pesquisa foram obtidos pela adoção do procedimento de entrevista semi-estruturada, realizada pelos autores com os dois sócios da Firenze Sorvetes. A coleta de dados por meio da pesquisa documental também foi aplicada com o uso de planilhas de dados financeiros apresentadas pelos sócios aos autores. Paralelamente à análise das entrevistas, contatos telefônicos foram realizados para o esclarecimento e detalhamento de alguns dados obtidos com a entrevista.

Questões Sugeridas ao Professor para Discussão em Aula

- Quais abordagens (métodos) podem ser utilizadas para a avaliação de empresas?
- Quais as vantagens da utilização da abordagem do Fluxo de Caixa Descontado para a avaliação de empresas?
- Qual a decisão mais acertada para os sócios, considerando a análise da viabilidade econômica financeira? Por quê?
- Os sócios poderiam analisar outras alternativas de investimentos, em detrimento à reabertura da Firenze Sorvetes?
- Analise as justificativas apresentadas pelo Sr. Porto para escolha das taxas de desconto do fluxo de caixa e cálculo do valor residual.

Análise do Caso a partir de breve revisão da literatura

Valor da empresa

Segundo Monte, Araújo Neto e Rêgo (2009) os processos de privatização e de reorganização societária, intensificados a partir da década de 1980, impulsionaram a discussão sobre a mensuração do valor de uma empresa.

Discutir e mensurar o valor de uma empresa passou a ser variável fundamental no comportamento estratégico das organizações que se encontra inserido em um mercado cada vez mais competitivo (MONTE, ARAÚJO NETO E RÊGO, 2009, p. 38)

Isso ocorre porque os investidores não vêem apenas o patrimônio físico de uma entidade, mas também o patrimônio invisível que esta desenvolveu e que assegura rentabilidade estável para seus proprietários, como afirmam Monte, Araújo Neto e Rêgo (2009).

Para Copelan, Koller e Murrin (2000) a melhor medida de desempenho de uma empresa é o valor, uma vez que é a única medida que necessita de informação completa. Assim, o administrador precisa utilizar, segundo Copelan, Koller e Murrin (2000, p.21), “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”.

Conforme Assaf Neto e Lima (2011), uma empresa cria valor aos seus acionistas, ou proprietários, quando ela for capaz de gerar um resultado maior que o custo de oportunidade do capital investido. Entende-se por Custo de Oportunidade “o quanto se deixou de ganhar decidindo por um investimento em vez de outro, de mesmo risco” (ASSAF NETO e LIMA 2011 p. 316). Esses autores ainda afirmam que o principal objetivo da empresa moderna constitui-se na busca de valor para os acionistas.

O valor ao acionista é a porção do patrimônio líquido que juntamente com o valor das dívidas formam o valor da empresa. Segundo Rappaport (2001) o valor da empresa é composto por dois elementos: o valor presente do fluxo de caixa das operações durante o período de previsão e o valor presente do empreendimento no período pós-previsão (valor residual).

Além disso, o autor ainda salienta que para uma estimativa mais concisa deve-se incluir um terceiro elemento: o valor corrente de títulos negociáveis e investimentos, que podem ser revertidos em caixa, e que não são essenciais para o negócio.

Para Martins, Diniz e Miranda (2012, p. 233) a geração de valor ao acionista, por meio do cálculo do valor do empreendimento é “um indicador ‘quase’ perfeito”, porque do ponto de vista do investidor, ele mostra as distribuições de lucro projetadas mais a valorização do investimento durante esse mesmo período.

Sendo assim, o cálculo do valor da empresa é um instrumento importante para aproximação do valor econômico da entidade, permitindo que o gestor avalie o mesmo com o custo de oportunidade em outro investimento, e com isso verificar se a empresa gerou um retorno maior que seu custo de capital. Para isso, existem diferentes métodos disponíveis para auxiliar no cálculo do valor da empresa, que serão apresentados na próxima seção.

Métodos utilizados

Existem diferentes métodos disponíveis para calcular o valor de uma empresa na literatura. Para sua escolha, o administrador deve considerar o motivo da avaliação e as características específicas do empreendimento, como assevera Martins (2001). Segundo este autor, os modelos de avaliação de empresas podem ser classificados em três categorias

diferentes: técnicas comparativas de mercado; técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados e técnicas baseadas no desconto de fluxos de benefícios futuros (geralmente, o caixa). “Cada uma dessas categorias compreende em vários modelos. Para o avaliador, o grande desafio consiste em escolher o mais apropriado e atentar para suas limitações” (MARTINS, 2001, p. 268).

Entre os modelos disponíveis encontram-se: avaliação patrimonial contábil; avaliação patrimonial pelo mercado; valor presente dos dividendos; capitalização dos lucros; valor econômico agregado (EVA); múltiplos de fluxo de caixa (EBITDA) e o Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

O método do Fluxo de Caixa é o modelo de avaliação que melhor atende ao enunciado da teoria de finanças, de acordo com Assaf Neto e Lima (2011). Essa metodologia é uma das mais adotadas para o cálculo do valor econômico de uma empresa, uma vez que revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento (MIRANDA, REIS, LEMES, 2006). Martins (2001) destaca esse modelo como sendo o mais recomendado pela literatura recente e Miranda, Reis e Lemes (2006) afirmam que essa é a metodologia mais utilizada na prática. Por isso, o Fluxo de Caixa descontado foi o método adotado nesse trabalho para calcular o valor da sorveteria Firenze.

Fluxo de Caixa descontado

O método de Fluxo de Caixa Descontado é o método de avaliação de empresa apresentado como o que “melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza” de um negócio e ainda revela a evidência do sucesso da empresa (MARTINS, 2001, p.275).

Conforme Rappaport (2001, p.51) os “fluxos de caixa são relevantes para estimar o valor da empresa, por representam o caixa disponível para pagar os detentores de títulos de dívida e acionistas”.

Para o desenvolvimento do método, o administrador deve observar algumas variáveis, Martins (2001) destaca cinco: fluxo relevante de caixa, período de projeção, valor da perpetuidade ou residual, condições de endividamento financeiro e taxa de desconto.

O fluxo de caixa consiste na diferença entre as entradas e saídas de caixa operacional, ou seja, o resultado operacional líquido. Este valor é obtido a partir do fluxo de caixa operacional após dedução do imposto de renda e dos investimentos necessários para permitir o desenvolvimento do negócio (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Assim, Martins (2001, p. 280) conclui que esse valor seria “o montante disponível para todos os fornecedores de recurso”.

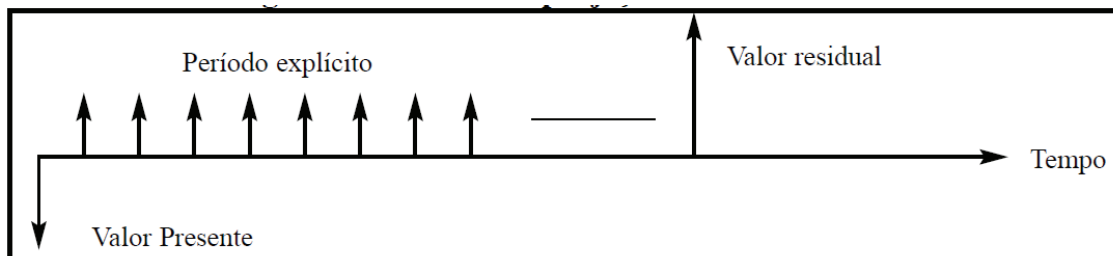
O período de projeção é o intervalo de tempo no qual se pode projetar os fluxos de caixa com um nível de realização aceitável. Para se realizar a projeção é necessário observar a natureza do negócio, devido suas especificidades, e ainda a interação com o mercado (MARTINS, 2001; ASSAF NETO; LIMA, 2011). Apesar de Martins (2001) afirmar que normalmente utilizam-se período de projeção que variam de 5 a 10 anos, Assaf Neto e Lima (2011) consideram que a duração ideal do período varia de empresa para empresa, conforme suas condições operacionais e expectativa de mercado.

O valor da perpetuidade ou residual representa um dos componentes mais importantes para avaliação de uma empresa. Ele é estimado no fluxo de caixa do último período de projeção incrementado pela taxa de crescimento esperada (MARTINS, 2001).

A taxa de desconto é a taxa de juros utilizada para descontar o fluxo de caixa a valor presente. Normalmente utiliza-se o custo médio ponderado de capital ou o custo de capital próprio. Segundo Martins (2001), a taxa de juros deve refletir o custo de oportunidade e os riscos dos sócios.

Qual a Decisão a Ser Tomada?

Durante a discussão do caso, foi fornecido o fluxo de caixa das operações da empresa (Tabela 1), assim a ilustração abaixo (Figura 1) mostra o processo de trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente:



Fonte: adaptada de Grava (1999, p. 20).

Figura 1: Projeção do Fluxo de Caixa

Percebe-se que nos três primeiros períodos projetados do fluxo de caixa (Tabela 1), a empresa apresentou valores negativos, pois houve mais saídas de caixa do que entradas. Isso acontece porque no início do negócio, os sócios ainda não atingiram uma quantidade de vendas satisfatória para cobrir todos os gastos. Nos períodos subsequentes, a organização projeta obter entradas maiores do que as saídas, tornando o fluxo positivo.

É viável a reabertura da Firenze Sorvetes considerando a mensuração dos benefícios futuros esperados e trazendo-os a valor presente em termos de fluxo de caixa descontado, com a taxa de custo de oportunidade determinada?

Com o intuito de verificar se é viável a reabertura da Firenze, o aluno deve calcular o valor da empresa utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado. Para isso foi utilizado como base o cálculo realizado no estudo de Miranda, Reis e Lemes (2006, p.56) os quais afirmam que “o ponto de partida é a projeção dos fluxos de caixa das operações. A partir da estimativa dos fluxos de caixa, os mesmos devem ser descontados ao seu valor atual pelo custo de capital.”. Assim, para cálculo do valor da empresa deve-se seguir as seguintes etapas:

1- Projetar o Fluxo de Caixa da empresa para cinco períodos (anos)

A fórmula utilizada pelos autores é:

$$\text{Fluxo de Caixa} = \text{entradas de caixa} - \text{saídas de caixa} = [(\text{Vendas no ano anterior}) \times (1 + \text{Taxa de crescimento em vendas}) \times (\text{Margem de lucro operacional}) \times (1 - \text{Alíquota de imposto de renda base caixa})] - (\text{Investimento adicional em ativos permanentes e capital de giro}).$$

Para projetar os dados do Fluxo de Caixa, consideraram-se as estimativas esperadas pelo Sr. Porto que calculou:

Crescimento das vendas 75% no segundo ano, 50% no terceiro ano, 25% no quarto ano e 20% no quinto ano.

Impostos: 13,4%, sem perspectivas de alteração ao longo dos períodos analisados

Custos: permanecer em torno de 65% ao longo dos cinco anos

Despesas operacionais: primeiro período 40% das vendas líquidas; 30% no segundo ano, 26% no terceiro ano, 22% no quarto ano e 20% no quinto ano, conforme apresentado na Tabela 1:

2- Determinação do Custo de Capital da empresa

Rappaport (2001) considera que a Média Ponderada dos Custos da Dívida do Capital Próprio (CMPC) consiste na taxa mais apropriada para se descontar a série de fluxos de caixa de uma empresa. Conforme Martins (2001, p.284) o CMPC é usualmente escolhida pela sua capacidade de “incorporar os riscos associados a determinado negócio” além de representar a estrutura de capital da empresa.

Para o cálculo do CMPC é necessário o valor do capital de terceiros (custo da dívida) e o valor do custo do capital investido pelos sócios. Como na empresa estudada, Sorveteria Firenze, não houve investimento de terceiros, a taxa utilizada para descontar os fluxos de caixa será o próprio custo de oportunidade, conforme recomenda Martins (2001), ou seja, 20%.

Sendo assim, o valor presente dos fluxos de caixa é apresentado no Tabela 2:

Tabela 2: Valor Presente do Fluxo de Caixa Operacional

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Fluxo de caixa das operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116	113.533
Valor Presente	(11.547)	(26.461)	(4.210)	30.696	43.851	32.330
Valor Presente Acumulado	(11.547)	(38.008)	(42.218)	(11.522)	32.330	32.330

3- Calcular o Valor residual

Para o cálculo do valor residual, divide-se o fluxo de caixa operacional antes de novos investimentos pelo custo de capital, que nesse caso é o custo dos acionistas, portanto a taxa que melhor representa esse custo é próprio custo de oportunidade informado pelo Sr. Porto (0,20). Assim, para o período 1 o valor residual será o fluxo de caixa das operações/custo de capital:

$$\text{Valor residual Período 1: } \frac{13.856}{0,20} = 69.280$$

Para calcularmos o valor presente do valor residual utilizaremos a mesma taxa de desconto utilizada anteriormente, representada pelo custo de oportunidade, ou seja, 20%. A Tabela 3 apresenta o valor presente para os cinco períodos.

Tabela 3: Valor Presente do Valor Residual

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Fluxo de caixa das operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116	113.533
Valor Residual	(69.280)	121.240	327.348	591.045	818.370	818.370
VP do Valor Residual	(57.733)	84.194	189.438	285.033	328.885	328.885

4- Valor da Empresa

Finalmente, para calcular o valor da empresa basta somar os valores trazidos a valor presente das suas equações anteriores, ou seja, o valor presente do Fluxo de Caixa e o valor presente do valor residual. A Tabela 4 apresenta o valor da empresa no período projetado.

Tabela 4: Valor da Empresa

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Valor Residual	(69.280)	121.240	327.348	591.045	818.370	818.370
VP do Valor Residual	(57.733)	84.194	189.438	285.033	328.885	328.885
VP Acum. + Valor Residual	(69.280)	46.187	147.220	273.512	361.214	361.214
Títulos Negoc. e Investimentos						-
Valor da Empresa						361.214

O valor encontrado, para o período projetado, ou seja, no quinto ano, representa o valor da empresa, R\$361.214. Como o investimento inicial é de R\$ 260.000,00, caso os sócios apliquem esse valor à taxa de 20% ao ano (custo de oportunidade dos sócios), teriam um montante de \$ 646.963 no final do quinto ano. Sob esta perspectiva o negócio não seria viável, considerando que o custo de oportunidade analisado foi indicado pelo sócio (Sr. Porto).

Segundo Martins, Diniz e Miranda (2012) o uso do custo de oportunidade é extremamente importante, mas completamente ignorado na contabilidade. Os autores enfatizam que o analista precisa tentar ponderar o custo de oportunidade, o que é considerado muito difícil e subjetivo. “É preciso entender da empresa, do ramo do negócio, de seus potenciais, de suas oportunidades, do tipo de seus riscos.” (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012, p.286). Pois o custo de oportunidade também é muito subjetivo, uma vez que as oportunidades de investimentos são peculiares aos próprios investidores.

Nesse sentido, perguntar ao proprietário qual seria o seu custo de oportunidade poderia ser uma alternativa para solucionar o problema, como foi feito neste estudo. Entretanto, pode também ocorrer que o próprio proprietário não saiba exatamente qual o seu custo de oportunidade (como o Sr. Porto demonstrou insegurança na informação). Nesse caso, uma informação incorreta poderia ser pior que nenhuma.

Assim, considerando que o custo de oportunidade irá depender do investidor, e que o custo de oportunidade fornecido pelo Sr. Porto pudesse não representar de fato a realidade, propõe-se uma análise de opções de taxa de custo de oportunidade. Serão mostrados três cenários que apresentam as simulações considerando a taxa de 5%, 10% e 15% de custo de oportunidades, representando respectivamente um cenário pessimista, realista e otimista.

Tabela 5: Valor da Empresa – Cenários Alternativos (15%)

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Fluxo de caixa das operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116	113.533
Valor Presente	(12.049)	(28.812)	(4.783)	36.393	54.250	44.999
Valor Presente Acumulado	(12.049)	(40.861)	(45.644)	(9.251)	44.999	44.999
Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Valor Residual	(92.373)	161.653	436.464	788.060	1.091.160	1.091.160
VP do Valor Residual	(80.325)	122.233	286.982	450.576	542.499	542.499
VP Acum. + Valor Residual	(92.373)	81.372	241.338	441.325	587.498	587.498
Títulos Negoc. e Investimentos						-
Valor da Empresa						587.498

Tabela 6: Valor da Empresa – Cenários Alternativos (10%)

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Fluxo de caixa das operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116	113.533
Valor Presente	(12.596)	(31.491)	(5.465)	43.474	67.752	61.674
Valor Presente Acumulado	(12.596)	(44.087)	(49.553)	(6.078)	61.674	61.674
Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Valor Residual	(138.560)	242.480	654.696	1.182.090	1.636.740	1.636.740
VP do Valor Residual	(125.964)	200.397	491.883	807.383	1.016.287	1.016.287
VP Acum. + Valor Residual	(138.560)	156.309	442.330	801.305	1.077.961	1.077.961
Títulos Negoc. e Investimentos						-
Valor da Empresa						1.077.961

Tabela 7: Valor da Empresa – Cenários Alternativos (5%)

Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Fluxo de caixa das operações	(13.856)	(38.104)	(7.274)	63.651	109.116	113.533
Valor Presente	(13.196)	(34.561)	(6.284)	52.366	85.495	83.820
Valor Presente Acumulado	(13.196)	(47.758)	(54.042)	(1.676)	83.820	83.820
Itens/Períodos	1	2	3	4	5	Totais
Valor Residual	(277.120)	484.960	1.309.392	2.364.180	3.273.480	3.273.480
VP do Valor Residual	(263.924)	439.873	1.131.102	1.945.017	2.564.857	2.564.857
VP Acum. + Valor Residual	(277.120)	392.115	1.077.060	1.943.341	2.648.677	2.648.677
Títulos Negoc. e Investimentos						-
Valor da Empresa						2.648.677

Os resultados apresentados nas simulações (Tabelas 5, 6 e 7) indicam que com a alteração da taxa (custo de oportunidade) o valor do negócio sofre enormes alterações, notadamente quando se escolhe uma taxa próxima ao retorno anual apresentado por aplicações na caderneta de poupança (entre 5 e 10%). Portanto, destaca-se a relevância de os investidores conhecerem o ramo de atuação e buscar no mercado parâmetros adequados para avaliar a viabilidade do negócio, caso contrário poderão tomar decisões inadequadas.

Referências

- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Cursos de administração financeira**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas - valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Macron Books, 2000.
- GRAVA, J. W. **Avaliação de instituições financeiras através da analogia com opções de compras: uma análise exploratória**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.
- MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise Avançada de Demonstrações Contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.
- MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MIRANDA, G. J.; REIS, E. A. dos; LEMES, S. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 17, n. 3, p. 45-65, jul./ set., 2006.
- MONTE, P. A. do; ARAÚJO NETO, P. L.; RÊGO, T. F. Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, ano 06, v.1, n. 11, p. 37-58, jan./jun., 2009.
- RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.