

Ponto de vista:

“Falando agora sobre gestão da rentabilidade e do valor do negócio”

Celso Foelkel

A visão tradicional na economia clássica é que todo negócio existe para ter bom e saudável lucro. Assim é o que o investidor espera, pois senão ele calmamente colocaria seu dinheiro na caderneta de poupança e se contentaria com os mini-quinhões mensais, que os bancos teimam em chamar de rendimentos e no que acabamos ingenuamente acreditando.

O lucro é determinado pela combinação dos seguintes fatores: preços, volumes de vendas, custos variáveis por unidade produzida e custos fixos.

Lucro = Receitas - (custos variáveis + custos fixos)

ou

Lucro = Preço líquido unitário x Volume produzido – (custos variáveis por unidade x volume) – custos fixos totais

Estas equações não estão levando em conta os estoques. Muitas vezes as empresas produzem, gastam insumos e suas mais íntimas energias, mas não conseguem vender. O estoque pode-se acumular de um exercício para o outro na apuração do lucro. Isso significa que a empresa gastou capital de giro para produzir os produtos e parte das possíveis receitas permanecem na empresa nos estoques.

Já sabemos que um dos objetivos principais de uma empresa é dar lucro, ganhar dinheiro. Esse porém não é o único. A empresa precisa também

maximizar seu valor econômico a nível de mercado de capitais e remunerar convenientemente os acionistas. As responsabilidades econômicas / contábeis da administração são dar lucro e criar valor para a empresa. Ao aumentarmos o valor econômico, satisfazemos as necessidades dos acionistas, que visam maximizar os resultados com seu capital investido. Quando aumentamos o valor da empresa, estamos garantindo a sobrevivência e a perenidade do negócio, que é bom para o acionista, para a gerência, para os trabalhadores, para o governo e para a sociedade. No caso de empresas com ações na bolsa de valores, a criação de valor está correlacionada positivamente ao aumento nominal das suas ações, em condições normais da própria bolsa, o que começa a ser uma raridade no mundo global. Cria-se valor quando a rentabilidade dos capitais investidos no negócio é superior ao custo das oportunidades dos capitais no mercado. Isso significa mais ou menos o seguinte, eu crio valor para minha empresa quando consigo ter resultados melhores do que outras oportunidades usuais de aplicação do dinheiro, por exemplo, poupança ou fundos DI, no pior dos casos. Quando isso não ocorre, está-se destruindo valor e quem perde é o acionista. O objetivo de qualquer administração é maximizar o valor para o acionista. Além dos interesses dos acionistas, as empresas precisam balancear os interesses das partes interessadas como clientes, fornecedores, trabalhadores, governos, bancos, sociedade, etc. Entretanto, podemos gerenciar para não haver conflitos entre os interesses dos acionistas e das partes interessadas, e isso fica mais fácil quando a empresa cria valor ou desenvolve.

É comum que uma empresa produza diversos produtos. É importante que ela conheça o ganho, a margem de contribuição e a agregação de valor de cada produto. Com isso, ela pode otimizar o fluxo de produção e os estoques. Por exemplo, se uma determinada empresa só dispõe de uma máquina de papel para diferentes produtos, é importante que ela conheça a margem e os custos totais de cada produto, tanto por unidade de produto como por tempo de produção (hora ou dia). Dessa forma, a empresa pode otimizar o fluxo de produção e de estoques de forma a melhorar a sua lucratividade.

Há inúmeras táticas para se aumentar a rentabilidade da empresa. Entretanto, mesmo que procuremos ter lucro operacional ou contábil positivo ou alguma rentabilidade sobre os capitais investidos, isso não é garantia que estejamos agregando valor ao negócio e tornando as nossas ações mais

valorizadas na bolsa. Quando não se agrega valor, teremos preços de venda de ações declinantes, da mesma forma que a rentabilidade do capital investido e os lucros. Por isso, as análises financeiras de rentabilidade das empresas hoje, implicam não apenas no lucro e no retorno, mas na criação de valor. Já vimos que quando a empresa gera retornos financeiros acima do custo de seu capital (remuneração do capital), ela agrega valor. Os dividendos são pagos, dívidas são quitadas e sobra caixa que se acumula dentro da companhia. Os acionistas, além de receberem dividendos, são contemplados com a valorização de suas ações no mercado de valores. Além disso, se quiserem vender a empresa, a boa imagem adiciona valor ao preço de venda.

As dificuldades que o setor de celulose e papel viveu no final da década dos 90's levaram não apenas a uma destruição de valor dessa indústria, ao invés de agregação, mas também à imagem de que investir no setor é para ganhar pouco dinheiro. Isso significa que os dirigentes têm, cada vez mais, a obrigação e a necessidade de achar caminhos para apresentar resultados positivos de agregação de valor e colaborar para mudar essa imagem desfavorável. Há muitos negócios no mercado ofertando rentabilidades muito maiores e os acionistas podem muito bem serem atraídos por eles, apesar dos riscos. Entretanto, riscos existem em qualquer negócio, até mesmo na caderneta de poupança. Há também muitos papéis com mínimo risco que podem estar rendendo mais do que aplicar na indústria. Dessa forma, as empresas precisam atuar muito sabiamente nos seus novos investimentos de forma a criar valor. Se isso não acontecer, a rentabilidade sobre os capitais investidos serão pobres e as expectativas dos acionistas serão frustradas. Com isso, é possível que o acionista saia a especular no mercado de capitais, ao invés de aplicar em produção e bens fixos na sua fábrica. Se a indústria de celulose e papel não remunerar convenientemente o capital dos acionistas, há o perigo que eles migrem seus capitais para outros negócios mais atrativos. Há também o perigo de não se conseguir novos aportes de capital para as modernizações e para as expansões. Talvez muitos no mundo de hoje, onde a nossa indústria vive séria crise financeira nos Estados Unidos, por exemplo, só não o estejam fazendo, porque se vêem compelidos a investir no próprio negócio para melhorar seu resultado e para ter uma saída honrosa e melhor no futuro. Além disso, se os acionistas se movimentarem no sentido de migrar de

negócio, estarão com esse movimento provocando uma baixa de suas próprias ações e o prejuízo pode ser ainda maior.

As empresas que destroem valor histórico são aquelas cujos retornos sobre o capital total (ROTC= “return on total capital”) são menores que a taxa ponderada média de custo de capitais (WACC = “weight average cost of capital”). Isso significa que a empresa não conseguiu remunerar os acionistas pelo risco que eles assumiram ao investir no negócio. Quando as empresas não criam valor, elas são obrigadas a decisões ousadas para se recuperar, tais como vender patrimônio fixo, expandir capacidade para reduzir custos e aumentar margens, promover fusões, adquirir unidades mais produtivas, fechar unidades obsoletas e gerar desemprego, etc. Algumas outras optam por verticalizar alguns elos na cadeia produtiva para evitar estoques intermediários. Outras optam por fechar para não destruir mais ainda. É importante salientar que essas medidas, se implementadas, não são garantias de se criar valor. Valor só é criado se houver forte disposição gerencial para se ter lucro / resultado operacional após impostos e também para se gerar caixa (“free cash flow”) . Quanto maior e mais rápida a geração de caixa, mais facilmente se agregará valor à empresa. É uma das formas de se responder aos anseios do acionista. Como o maior risco assumido com o negócio é o deles, eles querem e precisam ser remunerados. Com geração de caixa positiva e criação de valor, o acionista pode receber seus dividendos, reinvestir na empresa e também investir em outros negócios (na base florestal, por exemplo serrarias, exportação de toras, ou em conversão de papel).

Cálculo da geração líquida de caixa (“free cash flow”)

(+) Receitas ou vendas líquidas (vendas brutas – comissões – fretes – despesas com vendas)

(-) Despesas operacionais ou custo dos produtos vendidos (incluindo depreciação)

Igual a: **Lucro bruto ou resultado operacional** (“gross contribution”)

(-) Seguros, impostos e taxas locais

(-) Despesas administrativas e despesas gerais

(+) Outras receitas operacionais

Igual a : **Lucro / resultado operacional antes do imposto de renda (EBIT= “earnings before interest and taxes”)**

(-) Imposto de renda e contribuição social

Igual a: **Lucro/ resultado operacional líquido após imposto de renda (NOPLAT= “net operating profit after cash taxes”)**

(+) Depreciação, amortizações

(-) Despesas de capital ou investimentos correntes (Capex = “capital expenditures”)

(-) Variação nas necessidades de capital de giro (“operating working capital”) em relação ao período anterior (σ estoques + \square σ contas a receber - σ contas a pagar)

Igual a: **Geração líquida de caixa (FCF= “free cash flow to all providers”)** ou **Fluxo de caixa operacional** ou **Fluxo de caixa líquido**

Observar que na determinação de geração líquida de caixa, as depreciações e amortizações são somadas ao lucro operacional líquido. Isso porque, apesar das depreciações serem realmente custos fixos, elas são meramente custos contábeis. Quando a empresa vende seus produtos, o valor da depreciação entra como caixa para a empresa, que precisa dar a esse caixa gerado uma destinação inteligente. Da mesma forma, as amortizações são em sua maioria pagamento de dívidas contraídas no passado com caixa novo que recém entrou para a empresa e por isso precisam também serem computadas. A depreciação é um retorno de capital legalmente permitido a ser tratado como custo para fins contábeis e de imposto. Significa redução de impostos a pagar, mas ela coloca caixa nos cofres da empresa. As companhias podem escolher as formas de depreciar seus investimentos. O próprio governo, às vezes, oportuniza depreciações aceleradas em curtos períodos de tempo. Fica aqui uma situação de decisão: o que melhorar? O demonstrativo de resultados? O caixa da empresa? Empresas às vezes possuem uma alta depreciação, pagam pouco ou nada de imposto de renda (não lucrativas), mas possuem grande quantidade de caixa, exatamente por essa razão. De qualquer forma, é importante reconhecer que a depreciação é um custo verdadeiro, mas que ela é geradora de caixa para a empresa. Empresas já quase totalmente depreciadas, cujos equipamentos / ativos imobilizados já foram depreciados na maioria, podem ter menos custos de produção e maiores margens de contribuição, mas também podem gerar proporcionalmente menos caixa.

Cálculo do EBITDA ou geração bruta de caixa pelas operações

Um outro conceito que tem sido freqüentemente utilizado é o de EBITDA (“Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”). É uma continuidade do EBIT (lucro ou resultado operacional antes do imposto de renda e contribuição social). Pode ser calculado a partir do demonstrativo de resultados, partindo-se do EBIT e somando-se depreciações e amortizações. É um índice interessante para comparações entre empresas e para avaliações do fôlego da empresa para pagar endividamentos. Serve de “benchmarking” setorial e também permite identificar deficiências na gestão. Mostra também a capacidade do negócio em gerar caixa e até de pagar seu endividamento. Possibilita ao administrador colocar esforços para a solução dos problemas financeiros da empresa.

Cálculo da EVA (“Economic value added”)

A análise da EVA é uma das formas de se medir a performance financeira de uma empresa ou de um projeto de investimento. Diferencia-se das demonstrações contábeis porque implica em remunerar o capital próprio aplicado no negócio e comparar com as taxas de juros do mercado. O acionista pré-estabelece qual a taxa de juros deseja para remunerar seu capital investido. No caso da nossa indústria, tem sido freqüente a taxa de desconto de 15%. Para seu cálculo precisamos ir ao balanço patrimonial da empresa e ao demonstrativo de resultados. No balanço patrimonial podemos encontrar quanto a empresa está aplicando em capital total, que nada mais é que a soma dos ativos fixos com as necessidades de capital de giro (NCG). É a quantidade de dinheiro posta para construir e mover a empresa. É comum atualizar os valores históricos de investimentos, trazendo-os a valor presente. Isso quando não se têm balanços em moeda de valor constante. Esta quantidade de capital movimenta a empresa, permitindo a ela produzir, pagar contas e comercializar seus produtos. É então esse capital que queremos remunerar. Acontece que esse capital provem de duas fontes no passivo: patrimônio líquido (“shareholders equity”) e dívidas (“liabilities”). Para o patrimônio dos acionistas já definimos como exemplo que queremos uma remuneração de 15% ao ano. Para as dívidas, existem as taxas de juros aplicadas pelos credores, as quais precisam ser convertidas a uma taxa média ponderada entre todos os dinheiros tomados emprestados no curto, médio e longo prazos. Vamos considerar, como

exemplo, sendo igual em 12%. A partir desses dados, e da proporção entre patrimônio líquido e dívidas, podemos calcular a taxa de juros ponderada média (WACC). Se nossa empresa tiver no passivo uma relação de 60% de patrimônio líquido e 40% de financiamentos / dívidas, a taxa WACC será $WACC = 15 \times 0,6 + 12 \times 0,4 = 13,8 \%$

Essa é a taxa que precisamos que se remunere nosso capital total investido (TIC = "total invested capital"), constituído dos imobilizados (ativos fixos) e necessidades de capital de giro (NCG). Se nossos ativos foram 500 milhões de dólares, o lucro/ resultado operacional após imposto de renda (NOPLAT) precisa ser no mínimo $500 \times 0,138 = 69$ milhões de dólares. Se NOPLAT for maior que 69 estaremos gerando riquezas ou adicionando valor à companhia. Se for inferior, estaremos destruindo valor.

$$EVA = NOPLAT - TIC \times WACC$$

Cálculo da EVA

(+) Lucro operacional líquido após imposto de renda (NOPLAT)

(-) Ativos fixos mais NCG x (WACC= taxa média ponderada do custo dos capitais)

Igual a : Valor econômico adicionado (+) ou destruído (-) no negócio

A EVA tem sido utilizada por inúmeras empresas como ferramenta importante para avaliar a performance da administração. Ela objetiva dar à gerência uma visão de como ela está agregando ou destruindo valor econômico histórico da companhia. Como ela implica em remunerar o capital do acionista, ela força que todos na empresa atuem como acionistas, procurando tomar decisões sobre projetos que criem valor. Pode ser uma ferramenta útil na análise de investimentos e nos resultados do dia-a-dia da empresa. Como consequência, a empresa fica mais competente nas tomadas de decisão e tem sua imagem melhorada no meio financeiro. Assim esperamos e assim dizem os financistas.