

Qual o preço de uma usina?

US\$ 80 ou US\$ 100 por tonelada processada ao ano? Neste artigo, o autor nos apresenta quanto vale um projeto Agroindustrial Canavieiro já operando

Marcos Antonio França*

Em tempos de euforia, o setor sucroalcooleiro está assediado por uma avalanche de informações sobre novos negócios. Muitas destas informações acham-se distorcidas, o que estimula o sonho milionário e, muitas vezes, coloca empresas, ou até mesmo o próprio setor sucroalcooleiro, numa vitrine mal elaborada que ofusca a qualidade dos seus produtos.

Tornou-se comum ouvir falar em negócios de compra de usinas que vão de US\$ 80 a US\$ 100 por tonelada de cana processada. Alguns deles realmente ultrapassaram os US\$ 100 por tonelada, isso se dividindo o valor pago pela quantidade de cana moída pela usina ou grupo negociado.

Este fator estimulou muitos a utilizarem a multiplicação, operação básica da matemática, como instrumento de avaliação econômica deste tipo de negócio. Mas esta conta é uma ilusão. O que determina o real valor da empresa não é sua capacidade de moagem, mas sim o que está incluso na negociação além do seu parque industrial - que também depende do seu estado de conservação.

Há negócios concretizados onde estão inclusas terras, outros com indenização de soqueira, alguns com todo o apoio agrícola e outros onde, no investimento de aquisição, entraram os projetos que ainda não saíram nem do papel.

Negociações de aquisição do parque industrial somente não passam de US\$ 40 por tonelada processada, mesmo considerando o atual ágio de valorização do setor.

Segundo Edison F. Guassi, diretor da SOPARCONSULT, empresa especializada em avaliação patrimonial de empresas agroindustriais, "a valorização do patrimônio industrial de uma usina ou destilaria em operação ainda não está refletida nas contas patrimoniais do Balanço, pois são valores que o mercado está disposto a pagar pelo empreendimento e não significa que os equipamentos tenham esse valor como definição quando comprados separadamente".

Pelo exposto, fica a pergunta: Qual o melhor critério para se avaliar uma empresa do setor de açúcar e álcool? Patrimônio Líquido Ajustado a Valor de Mercado ou Fluxo de Caixa Descontado?

Pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, o período de projeção deverá ser até a safra onde o projeto atinja a estabilidade de lavoura, atendendo também à capacidade máxima operacional da indústria.

Encontrada a estabilidade, deve-se fazer o cálculo da perpetuidade a partir deste último ano, considerando uma taxa de crescimento linear (vide Modelo de Gordon) ou não. Com isso, desconta-se o projeto pelo Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC (ou *Weighted Average Cost of Capital* – WACC), que deverá levar em conta, entre outras coisas, a alavancagem atual da companhia. Após ser descontado, se encontra o Valor do Empreendimento.

No caso de uma usina já estabilizada na indústria e na lavoura, basta um período de fluxo de caixa com a estabilização para se aplicar no período seguinte a fórmula da perpetuidade. A partir da estabilização, não importa se a projeção é de dez anos ou de cinco anos, seu Valor Presente Líquido (VPL) será o mesmo. Isso mostra como são desnecessários cálculos com muitos anos projetados, geralmente realizados por algumas empresas de consultoria do mercado.

Consideremos, a título de ilustração, um exemplo didático e ilustrativo:

Figura 1 – Dois exemplos comparativos de fluxos

Taxa: 10%											
Anos Resutados	1	2	3	4	5*	Perp.					
	15.000	10.000	18.000	12.000	10.000	10.000 100.000					
VPL	111.922										
Anos Resutados	1	2	3	4	5*	6	7	8	9	10	Perp.
	15.000	10.000	18.000	12.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000 100.000
VPL	111.922										

* Estabilização

Todavia, o que tem se praticado para valorizar um empreendimento sucroalcooleiro já em operação é, na maior parte das vezes, o critério de avaliação pelo Patrimônio Ajustado, que nada mais é que Ativo e Passivo ajustados por critérios financeiros de desconto e/ou de atualização. Isso, adicionado ao diferencial entre o que está contabilizado e o valor atual das terras, lavoura da cana pelo estágio em que se encontra, e o parque industrial (equipamentos + instalações a valor de mercado), obviamente acrescido de pseudo ágio acordado entre as partes, como, por exemplo, em função do benefício da sinergia dos equipamentos em funcionamento.

RESUMIDAMENTE - Esse é o critério que tem funcionado bem para os negócios do setor sucroalcooleiro. Outras formas de avaliação, tais como número x de EBITDA (lucro antes de se descontar os juros, os impostos sobre o lucro, a depreciação e a amortização) realizado ou previsto ou mesmo Fluxo de Caixa Descontado, ficam prejudicadas pelo histórico de resultados negativos e pela necessidade que muitas empresas têm de ajustes em seus custos por conta de melhora de *performance* no futuro. Além disso, em muitos casos não dá para pensar em possibilidade de expansão do empreendimento, limitado que pode estar por falta de área disponível e também pela concorrência com demais unidades produtoras vizinhas.

Há, ainda, a dificuldade de se estimar a evolução positiva dos preços no futuro, bem como o comportamento dos custos. Tudo isso é possível, mas envolve uma série de cálculos estatísticos com muitos "talvez" e "se".

Deve ser lembrado que independente do critério a ser utilizado, o valor encontrado é apenas um balisador para a negociação entre as partes, pois deve-se procurar um ponto de partida científico, antes que cada parte pondere suas necessidades, pois o vendedor espera um ágio impossível de ser pago, enquanto o comprador preocupa-se com seu retorno frente ao valor negocial.

Portanto, o próximo passo após encontrar o valor da empresa em foco, é calcular a viabilidade econômica do investimento, com todas as suas nuances de cálculos projetados de custos, receitas, impostos etc., pois isso irá definir o que se pode pagar pelo empreendimento desde que proporcione o retorno esperado pelo investidor. Mas isso é uma outra história...

Critério de Avaliação do Patrimônio Ajustado para calcular o valor de uma usina

Valor do parque industrial calculado pela quantidade processada de cana, por exemplo US\$ 40/t moída-ano
(+) Indenização de Soqueira: calculada pelo número de cortes
(+) Aquisição de Terras: precificadas pelo valor delas em cada região
(+) Aquisição de Apoio Agrícola: obtido por avaliação de mercado
(+/-) Estoques: calculado por avaliação de mercado
(+) Créditos Ajustados na data base: via Contas do Ativo
(-) Débitos Ajustados na data base: através de Contas do Passivo
(-) Endividamento Atualizado: levantado em Bancos/Antecipações de Vendas
(=) Valor Possível de Negociação

* Marcos Antonio França é bacharel em Ciências Contábeis, com pós-graduação em Engenharia Econômica, em Gestão Empresarial e em Controladoria. Atua a 29 anos nas áreas de Finanças e Controladoria do setor sucroalcooleiro, sendo sócio-diretor da MBF Assessoria e faz parte do Conselho Editorial da Revista IDEANews