

Como Projetar Cenários Setoriais para Business Valuation



- *Quais as relações entre ambiente e estratégia*
- *O que é fator crítico de sucesso?*
- *Quais as etapas para elaboração de cenários?*
- *O Modelo Estrutura-Conduita-Performance (ECP)*

Autores: Gustavo P. Cerbasi(gcerbasi@mandic.com.br)

- Graduado em Administração Pública pela EAESP – FGV.
- Especialização em Operação de Mercado Financeiro na FEA – USP.
- Foi consultor da Boucinhas & Campos Auditores Independentes na área de Projetos Especiais em Consultoria Financeira onde foi responsável pela avaliação de empresa, carteiras e títulos.
- Atualmente é consultor financeiro da Fundação Instituto de Administração – FIA/USP, atuando na área de avaliação de empresas e projetos na área de crédito e risco.

ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ QUAIS OS PROCEDIMENTOS BÁSICOS DE ANÁLISE DO AMBIENTE ECONÔMICO	4
◆ O MODELO ECP	6
◆ QUAIS AS RELAÇÕES ENTRE AMBIENTE E ESTRATÉGIA	7
◆ O QUE É FATOR CRÍTICO DE SUCESSO	10
◆ QUAIS AS ETAPAS PARA ELABORAÇÃO DOS CENÁRIOS	12
◆ BIBLIOGRAFIA	14

APRESENTAÇÃO

Muitas vezes, a avaliação de negócios é feita erroneamente com base no comportamento passado das variáveis relevantes para a empresa, adotando-se algumas premissas para ajustar esses comportamentos às projeções macroeconômicas.

Como o objetivo da avaliação de uma empresa ou negócio é projetar o comportamento de seus resultados no futuro, o valor econômico-financeiro da empresa deve estar focado no futuro, e não no passado.

Nesta edição do **Up-To-Date** vamos apresentar uma consagrada metodologia de projeção de cenários setoriais para Business Valuation, cuja simplicidade de aplicação a torna muito prática para avaliações de qualquer tipo de negócio.

QUAIS OS PROCEDIMENTOS BÁSICOS DE ANÁLISE DO AMBIENTE ECONÔMICO

Não existem regras específicas para projeções, mas sim algumas orientações básicas a serem seguidas. A chave para estas projeções é desenvolver um ponto-de-vista sobre como o negócio poderá se desenvolver, ou seja, compreender as condições sob as quais irá competir em seu ambiente externo.

O motivo para isso é evitar incorrer no risco de acreditar que um negócio irá prosperar somente porque a projeção das vendas é positiva. Essa projeção pode ocultar, por exemplo, o fato de que as vendas do negócio que analisamos vão crescer menos que as vendas dos concorrentes, ou seja, que o negócio perderá market share, o que é muito ruim.

Basicamente, o procedimento de análise do ambiente consiste em:

- 1) Analisar o ambiente macroeconômico – nível de emprego, inflação, renda, taxa de juros, normas regulatórias e impostos.
- 2) Analisar as perspectivas da indústria diante das condições macroeconômicas.
- 3) Analisar as perspectivas de conduta e performance da empresa avaliada, levando em consideração o ciclo de vida de produtos.

Quanto mais **indicadores** pudermos analisar na avaliação do ambiente, considerando sua relevância para o setor, mais precisa será a análise setorial de nosso negócio.

Entre os principais indicadores que devem ser considerados em nossa avaliação estão o crescimento da base populacional, a densidade demográfica, a evolução da pirâmide etária, o crescimento da População Economicamente Ativa – PEA, a taxa de urbanização, as disparidades regionais e renda per capita e a taxa de alfabetização, entre outros.

O MODELO ECP

O modelo Estrutura-Condução-Performance (ECP) permite avaliar a análise estratégica de uma indústria e sua dinâmica.

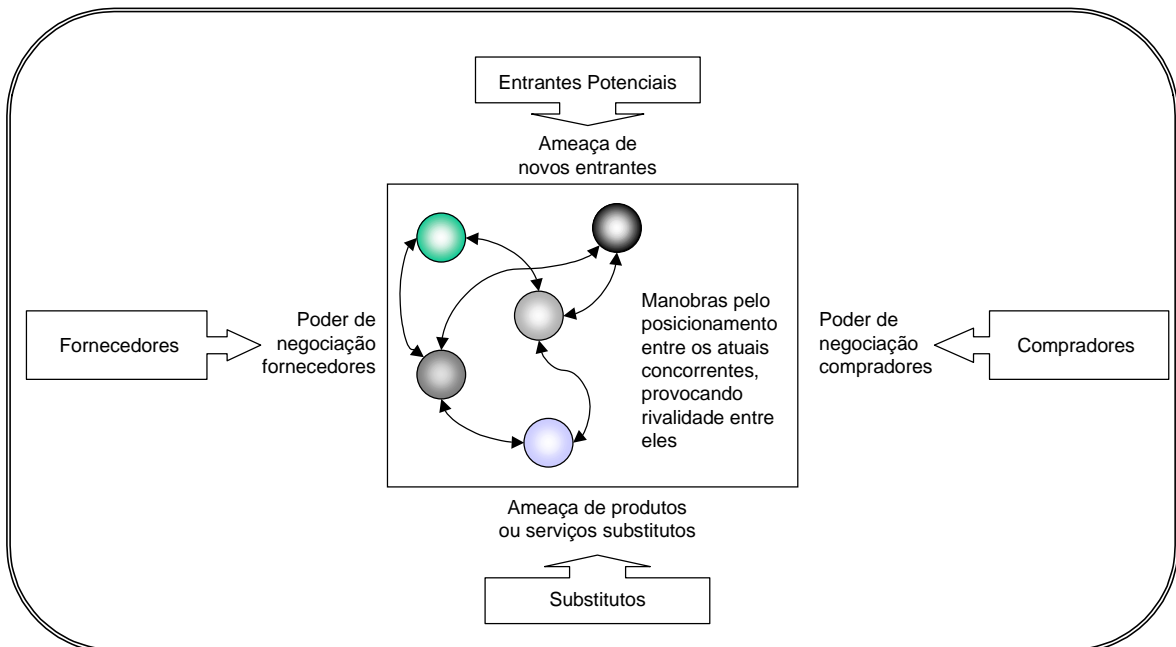
De acordo com o modelo, **choques externos** ao negócio, como avanços tecnológicos, mudanças de políticas governamentais e hábitos e preferências do consumidor, influenciam de diferentes maneiras a **Estrutura** do negócio, dependendo de suas características de demanda, de oferta e de sua cadeia de produção.

De acordo com a estrutura disponível, os participantes do negócio adotarão uma **Condução** apropriada em relação aos choques externos, alterando a estratégia de marketing, a capacidade de produção, a integração entre subunidades do negócio e a eficiência interna, entre outros.

Este padrão de condução determina, conseqüentemente, a **Performance** do negócio em reação aos choques externos, refletida nas suas finanças (lucratividade e geração de valor), no seu progresso tecnológico e no nível de emprego dos seus funcionários.

QUAIS AS RELAÇÕES ENTRE AMBIENTE E ESTRATÉGIA

O modelo de avaliação de estratégia mais utilizado pelos analistas de mercado é o desenvolvido por Michael Porter, apresentado no quadro abaixo.



Segundo uma adaptação do modelo de Michael Porter (vide bibliografia), são seis os fatores críticos a serem estudados cuidadosamente em uma análise:

1. **Rivalidade entre os Competidores** – devem ser considerados o crescimento da indústria, a existência ou não de custos fixos altos, diferenças existentes entre os produtos e/ou serviços, aumento e concentração no número de competidores, baixo custo de troca de fornecedor pelos compradores/clientes, acúmulo e difusão de informações e força das marcas.
2. **Barreiras de Saída** – o mercado pode não estar bom para alguns dos competidores, mas muitas vezes existem barreiras que impedem decisões de mudança de negócio, como a especialização dos ativos do negócio, o custo total da saída, o alto nível de inter-relacionamento dos agentes do mercado, barreiras emocionais e restrições sociais e governamentais.
3. **Ameaça de Entrada de Novos Competidores** – a entrada e o desenvolvimento de novos competidores depende da existência e características das **Barreiras de Entrada** da indústria, cujas fontes principais são as necessidades de capital, diferenciação do produto (patentes e identificação com as marcas), custos de mudança de fornecedor, acesso aos canais de distribuição, vantagens de custo, economias de escala, barreiras governamentais e legais (concessões e licenças) e, é claro, retaliação dos participantes do mercado.
4. **Ameaça de Produtos ou Serviços Substitutos** – novas tecnologias ou mudanças no gosto dos consumidores podem fortalecer o crescimento de produtos substitutos, muitas vezes por questões de preços. Substitutos são aqueles produtos cujo consumo faz com que o consumidor abra mão de outro produto, sem prejuízo de sua satisfação (que pode ser medida em termos de paladar, conforto, praticidade e até mesmo preço).

5. **Poder de Barganha dos Fornecedores** – em muitos mercados, os fornecedores têm forte poder para negociar os preços dos produtos. O motivo pode ser o pequeno número e/ou concentração de fornecedores, a diferenciação dos insumos, a inexistência de insumos substitutos compatíveis, o impacto dos insumos no custo ou diferenciação dos produtos e os custos de mudança de fornecedores na indústria.
6. **Poder de Negociação dos Compradores** – é comum também os compradores dos produtos terem forte poder de barganha, em função do volume e montante das compras, disponibilidade de produtos substitutos, preço em relação às compras totais, diferenças de produtos, identidade de marca, impacto sobre a percepção de qualidade e incentivos dos influenciadores da decisão de compra.

A análise cuidadosa destes fatores de ameaça ao mercado podem trazer ao analista a percepção de que uma indústria que vem tendo ótimos resultados pode estar correndo sérios riscos.

De modo prático, o modelo de Porter é uma sistematização da análise dos possíveis choques de mercado, que através do modelo ECP podemos inferir se o negócio analisado tem condições de absorver desequilíbrios de mercado.

O QUE É FATOR CRÍTICO DE SUCESSO

As empresas que fazem parte de um mercado não possuem um comportamento uniforme diante de instabilidades do mercado, da mesma forma que não existe uma receita de bolo para se administrar um negócio, pois cada negócio possui **fatores críticos de sucesso** distintos.

Fator crítico de sucesso é um atributo ou capacidade do negócio que reforça seu desempenho ou liderança na indústria. São aqueles poucos fatores que devem acontecer, e bem, para que o negócio tenha sucesso.

O avaliador de negócios deve usar sua sensatez para identificar quais são esses fatores, o que não é tarefa simples, pois exige constante atualização e acesso a bons meios de informações, como publicações de negócios e finanças.

Uma boa metodologia para determinar fatores críticos de sucesso é analisar os líderes de cada indústria e identificar quais são seus diferenciais em relação à concorrência.

O quadro abaixo exemplifica fatores críticos de sucesso de algumas indústrias:

Indústrias	Fator Crítico de Sucesso	Justificativa
Bebidas, Sorvetes	Distribuição	Produto deve estar próximo ao consumidor, não há fidelidade
Serviços: Hotelaria, Cursos, Lavanderias	Competência Técnica	Consumidor busca excelência técnica, não admite erros
Tênis, Computadores	Pesquisa e Desenvolvimento	Consumidor busca inovação e desempenho
Arquitetura, Engenharia	Planejamento	Consumidor espera cumprimento de prazos

Se estamos avaliando uma empresa ou negócio cujo ponto fraco é justamente seu fator crítico de sucesso, devemos fazer um prognóstico pessimista de suas vendas.

QUAIS AS ETAPAS PARA ELABORAÇÃO DOS CENÁRIOS

A elaboração dos cenários é a sistematização das informações que temos sobre o negócio que avaliamos, com base no histórico de seus resultados em relação ao mercado e com conhecimento dos elementos estratégicos que podem fazer com que este histórico venha a apresentar mudanças de comportamento – para melhor ou para pior – no futuro.

O procedimento de elaboração dos cenários para avaliação do negócio é composto pelas seguintes etapas:

1. Pesquisar séries históricas de volumes e faturamento do **setor**, inclusive as expectativas do mercado quanto às taxas de crescimento e principais variáveis que justificam o comportamento histórico.

Este tipo de pesquisa algumas vezes pode tornar-se extenso, pois as informações nem sempre estão centralizadas. Para setores melhor estruturados, as melhores fontes de informação são as associações comerciais e do setor. A segunda alternativa é contatar institutos de pesquisa no Brasil e no exterior, como por exemplo a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas - FIPE, o Centro de Informação da Gazeta Mercantil, a Lafis, a Bloomberg e a Fundação Getúlio Vargas. Não listamos aqui os endereços detalhados destas e de outras instituições, mas todas elas podem ser localizadas através de simples programas de busca na Internet.

2. Pesquisar séries históricas de volumes, preços e faturamento dos **participantes do mercado**, para entender seus desempenhos.

Este ponto da pesquisa é mais delicado, uma vez que muitas empresas de capital fechado recusam-se a divulgar informações históricas estratégicas. Para a maioria dos setores, as informações históricas dos participantes podem ser obtidas em órgãos e instituições públicas (Banco Central, FMI, Câmaras de Comércio e Consulados), nas próprias empresas (através de relatórios anuais e *press releases*) ou através de seus concorrentes, em sites de pesquisas e notícias (Economática, Zonafinanceira, Etrade), editoras de jornais e revistas, universidades e empresas de consultoria. A lista é extensa, e os exemplos citados são meramente ilustrativos. Para aqueles interessados, podemos enviar por e-mail sugestões de *sites* de pesquisa na Internet. Quando a informação não é disponibilizada pelas empresas, não significa que ela não possa ser obtida. A pesquisa da concorrência requer um pouco de criatividade do analista, e qualquer analista experiente possui bons "causos" de pesquisa bem sucedida.

3. Verificar a **correlação** do setor com o PIB – Produto Interno Bruto.

Com posse dos dados, o próximo passo é partir para a análise do *comportamento* do setor. Como o PIB é a variável que melhor reflete a atividade da economia, temos que verificar se o nível de atividade do setor que avaliamos está acima ou abaixo da atividade média da economia. Essa análise não é difícil, e deve ser feita com base no **faturamento** do setor. Tomando uma série histórica do PIB e uma série histórica do mesmo período para o faturamento do setor, precisamos verificar se o comportamento do setor reflete alguma tendência em relação ao PIB, seja em intensidade, seja em direção do comportamento. Essa chamada análise de correlação pode ser feita através de uma Regressão Linear, método amplamente utilizado pelos analistas.

4. Caso haja correlação, projetar o setor (faturamento, volumes e outras variáveis disponíveis) a partir da **elasticidade do PIB**, ou seja, seu fator de correlação.

O fator de correlação é obtido através da inclinação da reta de tendência determinada através da Regressão Linear. Se há uma correlação, ou seja, se a reta que melhor aproxima o comportamento do setor em relação ao PIB realmente traduz o comportamento passado do setor, podemos projetar as variáveis-chave futuras para o setor, tendo em mãos uma projeção do PIB.

5. Verificar se a projeção está **consistente** com previsões das pesquisas e com as tendências do setor. Caso não esteja, realizar ajustes. Uma alternativa é projetar o setor em três cenários, de acordo com os diferentes cenários de PIB projetados pela **análise macroeconômica**.

A consistência é a chave para qualquer análise. Modelos matemáticos projetam bem as tendências, mas demoram a detectar pontos de mudança. É nesse ponto que entra o bom senso do analista, adequando os resultados dos modelos matemáticos às novas regras do jogo ou ao novo ambiente. Para fazer isso, é preciso adotar premissas claras para a análise, e manter-se fiel a essas premissas ao longo de toda a avaliação.

6. Identificar a participação do mercado do qual o negócio faz parte no total do setor, analisando o comportamento e tendência de crescimento.

É neste ponto que devemos adotar os modelos de análise apresentados neste **Up-To-Date**, a fim de identificar as prováveis reações da empresa aos choques externos, e seu relacionamento com os demais *players* do mercado. A principal pergunta a ser respondida nesta etapa da análise é: "A empresa manterá seu *market share* (fatia de mercado) ou este aumentará/diminuirá?".

7. Projetar a participação do mercado no total do setor.

Identificado o comportamento da empresa dentro de seu setor, a projeção de sua participação será uma consequência natural. Lembre-se, o bom senso continua sendo

fundamental neste ponto. Partilhe suas premissas e suposições com outras pessoas, discuta os pontos subjetivos da análise. Por mais experientes que sejamos, cada dia acordamos de uma forma diferente, e as análises subjetivas devem estar o mínimo possível influenciadas por nosso maior ou menor grau de otimismo.

8. Verificar as taxas de crescimento anual do mercado e compará-las com as expectativas demonstradas nas pesquisas e com as tendências de mercado.

Aqui valem as mesmas observações feitas no item anterior. Se o mercado possui expectativas próprias quanto ao seu crescimento, devemos levar essas expectativas em consideração em nossa análise, pois o mercado tem uma visão mais concreta de sua própria realidade.

9. Projetar o *market share* (“fatia de mercado”) do negócio avaliado em diferentes cenários, considerando para cada cenário uma projeção diferenciada de preços e descrevendo as premissas consideradas em cada cenário. Esse último passo deve ser cuidadosamente analisado, prevendo os comportamentos da concorrência e das tendências gerais do mercado.

A empresa não pode ser vista isoladamente, devemos levar em consideração o crescimento de seus concorrentes. Se a empresa que analisamos está ganhando uma fatia de mercado, quais concorrentes estão perdendo esta fatia? E por quê?

É neste último item do procedimento que muitos analistas equivocam-se, pois vêem a empresa como um sistema que não interage com os outros *players* do mercado.

Neste ponto, a adoção de modelos de análise de estratégia como os descritos neste **Up-To-Date** pode ser extremamente importante para diferenciar um cenário consistente de outro irreal.

Tomados estes cuidados, o analista tem condições de projetar adequadamente o comportamento das receitas do negócio, que é passo fundamental para uma análise adequada do valor do negócio.

BIBLIOGRAFIA

- ✓ Mercados em Evolução Contínua, Conquistando Vantagem Competitiva num Mundo em Constante Mutação, Charles H. Fine – Sloan School of Management – Editora Campus
- ✓ Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies – Tom, Copeland, Jim Koller, Jack Murrin – McKinsey & Company, Inc.
- ✓ Real Time – Regis McKenna – Harvard Business School Press
- ✓ The Living Company, Habits for survival in a turbulent business environment – Arie de Geus – Harvard Business School Press
- ✓ Competitive Advantage – Michael E. Porter – Free Press