

ELABORANDO UM ORÇAMENTO NOTA 10



- Principal missão do orçamento
- Identificando se está ou não havendo criação de valor para o acionista
- Identificando o valor agregado ano a ano.

Autores: Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.
- O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

ÍNDICE

	PÁG
◆ PRINCIPAL PAPEL DO ORÇAMENTO	03
◆ CASO PRÁTICO	04
◆ CALCULANDO O MV E O MVA	07
◆ ALTERAÇÕES NO VALOR DA COMPANHIA "ANO A ANO"	09
◆ SINOPSE DAS OBSERVAÇÕES IMPORTANTES	12
◆ PRÓXIMO PASSO	13

PRINCIPAL PAPEL DO ORÇAMENTO

“O orçamento é a mais importante ferramenta para auxiliar a administração na geração de valor para o acionista”.

A missão da administração é criar valor para o acionista.

Criar valor para o acionista significa deixar o acionista mais rico.

O acionista está mais rico quando o valor de mercado de sua companhia aumenta.

Portanto, um orçamento nota 10 serve prioritariamente para:

1. Identificar o valor de mercado de uma companhia;
2. Apontar se está ou não havendo criação de valor para o acionista;
3. Mostrar como a criação (ou destruição) de valor está acontecendo ano a ano;
4. Identificar os drivers da operação (premissas mais importantes), e
5. Apresentar cenários.

Este **Up-To-Date®** tratará dos aspectos de 1 a 3 apresentados acima.

Os aspectos 4 e 5 serão abordados em breve.

.

CASO PRÁTICO

Apresentaremos um orçamento abrangendo o período de 2000 a 2003.

É o chamado período de estimativa, período onde atuais e novos investimentos são amadurecidos.

O período de 2004 em diante repete o ano de 2003.

É a chamada perpetuidade. Período onde novos projetos não criarão valor para o acionista, portanto é como se o lucro líquido do ano 2003 se repetisse indefinidamente.

Para que você concentre sua atenção nos conceitos e metodologias essenciais tomamos as seguintes providências:

- ✓ Compactamos o balanço patrimonial. Evidenciamos do lado esquerdo os Investimentos Líquidos (investimento operacional menos fornecedores, impostos, provisões e outros financiamentos espontâneos);
- ✓ Assumimos que em todos os anos o lucro líquido é totalmente distribuído na forma de dividendos, portanto a estrutura de capital se mantém inalterada;
- ✓ O custo de capital de terceiros (CCT) é de 7% ao ano, líquido da economia fiscal, e
- ✓ O custo do capital próprio é de 14% ao ano.

Utilizamos o seguinte conjunto de abreviações:

- ✓ CCT = custo do capital de terceiros
- ✓ CCP = custo do capital próprio
- ✓ LO = lucro operacional
- ✓ LL = lucro líquido
- ✓ IR = imposto de renda
- ✓ EVA = Economic Value Added / Valor Econômico Adicionado
- ✓ MVA = Market Value Added / Valor de Mercado Adicionado

Para cumprir as 5 missões já explicitadas, os responsáveis pela administração do orçamento precisam escolher uma métrica para avaliação dos negócios.

Neste texto escolhemos a métrica EVA / MVA.

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31-12-1999

<i>ATIVO</i>	<i>VALORES</i>	<i>PASSIVO</i>	<i>VALORES</i>
Investimento líquido	\$9.000	Capital de terceiros	\$4.000
		Capital próprio	\$5.000

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS PROJETADOS

<i>ITENS</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003 em diante</i>
<i>LO após o IR</i>	\$900	\$980	\$1.100	\$1.200
<i>(-) CCT (1)</i>	(\$280)	(\$280)	(\$280)	(\$280)
<i>(=) LL</i>	\$620	\$700	\$820	\$920
<i>(-) CCP (2)</i>	(\$700)	(\$700)	(\$700)	(\$700)
<i>(=) EVA</i>	(\$80)	\$0	\$120	\$220

(1) $0,07 \times \$4.000 = \280

(2) $0,14 \times \$5.000 = \700

Comentários ano a ano:

- ✓ No ano 2000 haverá destruição de valor para o acionista. Será um ano ruim. O LO de \$900 não cobrirá o custo de capital de \$980 (\$280 de CCT e \$700 de CCP). Ocorrerá um “déficit” de retorno de \$80. Ou seja, o lucro líquido de \$620 ficará \$80 abaixo das expectativas.
- ✓ No ano 2001 não haverá criação nem destruição de valor para o acionista. Será um ano regular. O LO de \$900 apenas cobrirá o custo de capital de \$980 (\$280 de CCT e \$700 de CCP). Ou seja, o lucro líquido de \$700 ficará nas expectativas.
- ✓ No ano 2002 haverá criação de valor para o acionista. Será um ano bom. O LO de \$1.100 cobrirá o custo de capital de \$980 (\$280 de CCT e \$700 de CCP), gerando um excedente de retorno de \$120. Ou seja, o lucro líquido de \$820 superará as expectativas.
- ✓ No ano 2003 em diante haverá criação de valor para o acionista. Serão anos bons também. O LO de \$1.200 cobrirá o custo de capital de \$980 (\$280 de CCT e \$700 de CCP), gerando um excedente de retorno de \$220. Ou seja, o lucro líquido de \$920 superará as expectativas.

Estes comentários serão “retificados” quando analisarmos um ano em relação ao anterior, e não o ano em si.

CALCULANDO O MV E O MVA

Calcularemos o MV (market value ou valor de mercado) descontando o fluxo de lucro líquido.

O MV é o valor presente do fluxo de lucro líquido.

$$MV = \$620/1,14 + \$700/(1,14^2) + \$820/(1,14^3) + (\$920/0,14)/(1,14^3) = \$6.071$$

Ou seja, diante dos LLs projetados a empresa vale para seu acionista \$6.071.

Calcularemos agora o MVA (market value added ou valor de mercado adicionado)

É o quanto o valor de mercado “adiciona” ao capital próprio investido.

$$MVA = \$6.071 - \$5.000 = \$1.071$$

Esta idéia de “adição” ao capital próprio poderá ser melhor entendida da seguinte maneira:

$$MVA = MV - CP$$

$$MV = CP + MVA$$

$MV = \$5.000 + \$1.071 = \$6.071$ (o MVA de \$1.071 é “adicionado” ao capital próprio de \$5.000 para chegar ao valor de mercado de \$6.071).

O MVA de \$1.071 reflete as estimativas dos excedentes de retorno, os EVAs.

Veja o cálculo a seguir, onde chegamos ao mesmo MVA de \$1.071 descontando o fluxo de EVAs:

$$\text{MVA} = -\$80/1,14 + \$120/(1,14^3) + (\$220/0,14)/(1,14^3) = \$1.071$$

O MVA de \$1.071 reflete a média de excedentes de retorno esperadas para o ano 2000 e subsequentes trazida para o momento 31-12-1999.

ALTERAÇÕES NO VALOR DA COMPANHIA "ANO A ANO"

Agora será evidenciado a importância do orçamento como ferramenta de gestão de valor.

Vamos calcular as alterações no valor da companhia ano a ano:

<i>ANO</i>	<i>LL</i>	<i>MV (31-12-99)</i>	<i>Added ano a ano</i>
2000	\$620	\$4.429	(\$571)
2001	\$700	\$4.930	\$501
2002	\$820	\$5.589	\$660
2003	\$920	\$6.071	\$482

"ADDED" total = \$1.071 (- \$571 + \$501 + \$660 + \$482)

Vamos explicar o "added" ano a ano da tabela acima:

1. "Added" de (\$571) no ano 2000

MV em 31-12-1999 de \$4.429 = \$620/0,14

Seria o MV se o LL de \$620 do ano 2000 se mantivesse infinitamente.

MVA em 31-12-1999 de (\$571) = \$4.429 - \$5.000

O MVA negativo de (\$571) reflete o EVA também negativo de \$80.

Veja o cálculo a seguir:

MVA em 31-12-1999 de (\$571) = - \$80/0,14

2. "Added" de \$501 no ano 2001

MV em 31-12-1999 de \$4.930 = \$620/1,14 + (\$700/0,14)/1,14

Seria o MV se o LL fosse de \$620 em 2000 e de \$700 do ano 2001 em diante.

MVA em 31-12-1999 de \$501 = \$4.930 - \$4.429

Importante! veja que estamos calculando a diferença entre os MVs, para poder acompanhar a influencia do resultado de um ano no todo.

O MVA positivo de \$501 reflete uma “variação” positiva do EVA de (\$80) para zero.

Veja o cálculo a seguir:

MVA em 31-12-199 de \$501 = (\$80/0,14)/1,14

3. "Added" de \$660 no ano 2002

MVA em 31-12-1999 de \$5.589 = \$620/1,14 + \$700/(1,14^2) + (\$820/0,14)/(1,14^2)

Seria o MV se o LL fosse de \$620 em 2000, de \$700 no ano 2001 e \$820 do ano 2002 em diante.

MVA em 31-12-1999 de \$660 = \$5.529 - \$4.930

Importante! veja que estamos calculando a diferença entre os MVs, para poder acompanhar a influencia do resultado de um ano no todo.

O MVA positivo de \$660 reflete uma “variação” positiva do EVA de zero para \$120.

Veja o cálculo a seguir:

$$\text{MVA em 31-12-1999 de } \$660 = (120/0,14)/(1,14^2)$$

4. "Added" de \$482 no ano 2003

$$\text{MVA em 31-12-1999 de } \$6.071 = \$620/1,14 + \$700/(1,14^2) + \$820/(1,14^3) + (\$920/0,14)/(1,14^3)$$

Seria o MV se o LL fosse de \$620 em 2000, de \$700 no ano 2001, \$820 no ano 2002 e \$920 no ano 2003 em diante.

$$\text{MVA em 31-12-1999 de } \$482 = \$6.071 - \$5.529$$

Importante! veja que estamos calculando a diferença entre os MVs, para poder acompanhar a influencia do resultado de um ano no todo.

O MVA positivo de \$482 reflete uma “variação” positiva do EVA de \$120 para \$220.

Veja o cálculo a seguir:

$$\text{MVA em 31-12-1999 de } \$482 = (\$100/0,14)/(1,14^3)$$

SINOPSE DAS OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

- ✓ Se analisarmos ano a ano isoladamente concluímos:
 - a) O ano 2000 é ruim (EVA negativo de \$80).
 - b) O ano 2001 é regular (EVA igual a zero).
 - c) O ano 2002 é bom (EVA positivo de \$120).
 - d) O ano 2003 em diante é bom (EVA positivo de \$220).

- ✓ Se analisarmos um ano em relação ao outro concluímos:
 - e) O ano 2000 é ruim em relação ao capital próprio investido de \$5.000 (EVA negativo de \$80).
 - f) O ano 2001 apresenta uma melhora em relação a 2000 (EVA sobe de - \$80 para zero).
 - g) O ano 2002 melhora em relação a 2001 (EVA sobe de zero para \$120).
 - h) O ano 2003 melhora em relação a 2002 (EVA sobe de \$120 para \$220).
 - i) A partir de 2003 os resultados nem criam nem destroem valor para o acionista.

- ✓ **Atenção!** expressões como “é bom - é regular - é ruim” que são pontuais, são substituídas por palavras como “melhorou – piorou” que refletem evolução.

- ✓ É importante que o orçamento informe a estimativa de criação total de valor - \$1.071 no caso. Porém, mais importante é informar o quanto o valor de uma companhia se altera de um ano para outro.

PRÓXIMO PASSO

O próximo passo consiste em responder às seguintes perguntas:

- ✓ Pôr que o EVA sai de (\$80) para zero?
- ✓ Pôr que o EVA sai de zero para \$120?
- ✓ Pôr que o EVA sai de \$120 para \$220?

Respostas possíveis:

- ✓ Os preços de venda aumentaram.
- ✓ Os volumes aumentaram / cresceram.
- ✓ Os gastos variáveis e fixos diminuíram, etc.

A análise de demonstrações financeiras apontando as variáveis que influenciam na mudança do valor de uma companhia será objeto de outro **Up-To-Date®** a ser publicado em breve.