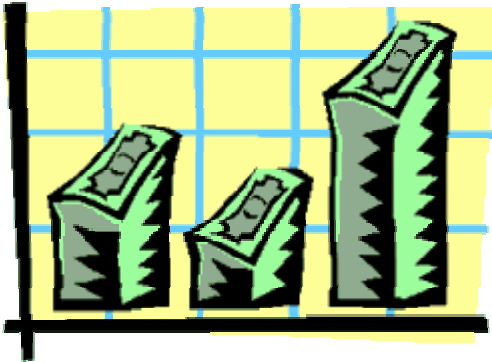


COMO UTILIZAR O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL PARA VALORIZAR UMA EMPRESA



- ✓ Valorizando a empresa para todos os detentores de direitos.
- ✓ A taxa correta de desconto.
- ✓ O cálculo da valor residual.

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.

Paulo Dragaud Zeppelini(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas com MBA em finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC.
- Executivo financeiro com carreira desenvolvida em instituições financeiras do segmento de mercado de capitais. Atualmente é consultor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos.

ÍNDICE

	PÁG
UTILIZANDO O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL	03
COMENTÁRIOS	06

UTILIZANDO O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL

Além da valorização pela participação acionária, também podemos avaliar a empresa como um todo, independentemente da sua estrutura de capital. Neste caso, valorizamos a empresa para todos os detentores de direitos, não só para os detentores do capital próprio. Para isto utilizamos o denominado fluxo de caixa operacional, que corresponde:

Lucro Operacional (depois do Imposto de Renda)
(+)
Depreciação/Amortização
(-)
Investimentos
(+/-)
Variação no Capital de Giro Líquido
(=) Fluxo de Caixa Operacional

Como este fluxo de caixa é o fluxo de caixa de todos os financiadores da empresa (próprios e terceiros), precisamos descontá-lo pela média dos custos de todos os capitais empregados. Ele é o chamado Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), cuja fórmula é a seguinte:

$$\text{CMPC} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{CP} + \text{CT}} \times \text{CCP} + \frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{CP} + \text{CT}} \times \text{CCT}$$

onde,

CP = Capital próprio (é o patrimônio líquido),

CT = Capital de terceiros (representa os financiamentos de curto e longo prazos obtidos através de bancos, emissão de debêntures e outros papéis, FINEP

e semelhantes. São financiamentos costumeiramente associados a programas de investimento)

CCP = Custo do capital próprio (cálculo já explicado)

CCT = Custo de capital de terceiros (é a média ponderada da taxa de juros de todos os empréstimos da empresa).

Tal como ocorre com o fluxo de dividendos e com o FCA (Fluxo de Caixa do Acionista), também calculamos o valor residual do FCO pela perpetuidade. Sua fórmula é:

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCO}_1}{r - g}$$

Onde,

FCA1 = fluxo de caixa operacional esperado daqui a um ano,

r = taxa de desconto (o CMPC)

g = taxa de crescimento do FCO

Para se determinar o valor de uma participação minoritária, poderemos diminuir do valor da operação o valor das dívidas.

Exemplo:

Um investidor está analisando a aquisição da totalidade do controle acionário de uma companhia.

Suas projeções de fluxo de lucro se baseiam nas seguintes premissas em caráter de perpetuidade sem crescimento:

- CCT = custo bruto de 8% a.a. (líquido de 5,60% a.a.)
- CCP = 8,40% a.a.
- Alíquota de imposto de renda: 30%

- Investimentos operacionais líquidos: \$70.000 (capital circulante líquido mais capital fixo)
- Financiamentos bancários: \$30.000
- Capital próprio: \$40.000

Fluxo de caixa projetado

Caixa operacional	\$7.200
(-) Imposto de renda (1)	(\$2.160)
(=) Caixa operacional antes dos juros	\$5.040
(-) Juros líquidos (2)	(\$1.680)
(=) Caixa do acionista	\$3.360

(1) 30% do caixa operacional. (2) 5,60% de \$30.000

OBS: o fluxo de caixa operacional esta determinado após os seguintes ajustes: depreciação, investimentos e variação no capital circulante líquido.

1. Cálculo do valor da empresa para o acionista (VEA) com base no fluxo de caixa da operação.

$$\text{CMPC} = (\$1.680 + \$3.360) / \$70.000 = 0,0720$$

VEA = Valor da Operação menos Dívidas

Valor da Operação = Fluxo de Caixa Operacional descontado pelo CMPC

$$\text{VEA} = (\$5.040 / 0,0720) - \$30.000 = \$70.000 - \$30.000 = \$40.000$$

2. Cálculo do valor da empresa para o acionista com base no fluxo de caixa do acionista.

VEA = Fluxo de Caixa do Acionista descontado pelo Custo de Capital Próprio

$$\text{VEA} = \$3.360 / 0,084 = \$40.000$$

Importante! Observe que nesta situação, projeta-se uma capacidade de geração de caixa para o acionista idêntica ao custo de capital desejado ($\$3.360 = 0,0840 \times \40.000).

COMENTÁRIOS

- Na valorização de participações majoritárias utilizamos o desconto do fluxo de caixa do acionista como parâmetro para valorizar a empresa.
- Na valorização de participações majoritárias, utilizamos o CCP como parâmetro de taxa de desconto dos fluxos.
- O fluxo de caixa do acionista corresponde ao fluxo de caixa operacional menos os serviços da dívida.
- O FCA é diferente do fluxo de dividendos por duas principais razões: no FCA o acionista detém o controle operacional e financeiro completo da empresa, além de possuir a chamada "insider information".
- Utilizamos o fluxo de caixa operacional quando desejamos valorizar a empresa como um todo, isto é, valorizá-la para todos os detentores de capital.