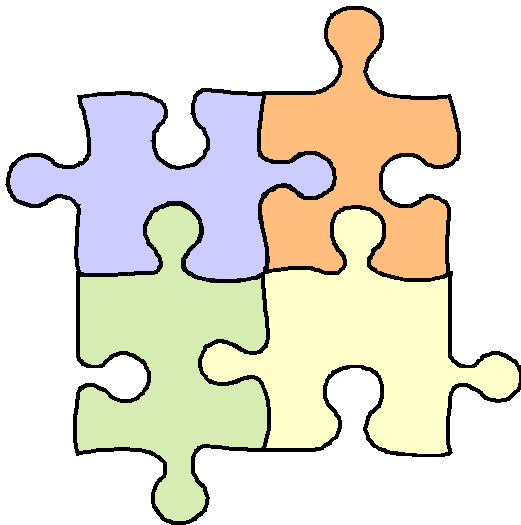


O NOME DO JOGO É: O MÁXIMO DE RETORNO SOBRE INVESTIMENTO COM O MÍNIMO DE CUSTO DE CAPITAL



O impacto provocado pelas variações no:

- ✓ Gasto fixo
- ✓ Investimento
- ✓ Preço de venda
- ✓ Custo de capital
- ✓ Volume de venda
- ✓ Gasto variável unitário

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- 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, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- 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

1. INTRODUÇÃO.....	3
2. EXEMPLO.....	4
3. COMO ANALISAR O DESEMPENHO DOS INVESTIMENTOS.....	6

1. Introdução

A análise econômica e financeira moderna de uma empresa se concentra em dois aspectos:

1. Capacidade de pagamento (liquidez) e;
2. Qualidade dos investimentos.

A liquidez diz respeito à capacidade da empresa geral caixa para cobrir:

- Todos os gastos operacionais;
- Os juros e amortização das dívidas, e
- Os dividendos pagos aos acionistas.

A liquidez de uma empresa não será tema deste Up-To-Date.

A qualidade dos investimentos diz respeito à capacidade da empresa remunerar adequadamente os capitais empregados.

Portanto, quando se quer:

- Analisar o retorno do investimento, ou:
- Analisar o retorno do capital empregado.

Se está querendo a mesma coisa.

Este Up-To-Date mostra como se deve conduzir uma análise moderna de uma empresa sob o ângulo da qualidade dos investimentos.

Na elaboração deste texto, somaram-se duas preocupações:

1. Passar ao leitor o conteúdo que permita obter as conclusões mais relevantes sobre o assunto e
2. Passar ao leitor uma metodologia que possibilite chegar a conclusões com rapidez e qualidade.

2. Exemplo

O exemplo a seguir mostra como se apresentam as demonstrações financeiras visando analisar a qualidade dos investimentos:

BP em 31-12-2002		Resultado 2003	
INVESTIMENTO		CAPITAIS	
AOL	\$9.000	CT	\$4.000
		CP	\$5.000
IR:	30%	RAOL:	10,89%
PVu:	\$10,00	margem:	9,80%
QTDE:	1.000	giro:	1,11
GVu:	\$6,30	CC%:	9,80%
GF:	\$2.300	CCT:	7,00%
		CT/AOL:	44,44%
		CCP:	14,00%
		CP/AOL:	55,56%
		VENDAS	\$10.000
		(-) GVt	(\$6.300)
		(-) GF	(\$2.300)
		(=) LO	\$1.400
		(-) IR	(\$420)
		(=) LOL	\$980
		(-) CCT	(\$280)
		(=) LL	\$700
		(-) CCP	(\$700)
		(=) EVA	\$0

Indicador	Base	PV + 10%	QTDE + 10%	GVu - 10%	GF - 10%	AOL - 10%	CC - 10%
	DE	PARA	PARA	PARA	PARA	PARA	PARA
EVA:	\$0	\$700	\$259	\$441	\$161	\$98	\$98
RAOL:	10,89%	18,67%	13,77%	15,79%	12,68%	12,10%	10,89%
Margem:	9,80%	15,27%	11,26%	14,21%	11,41%	9,80%	9,80%
Giro:	1,11	1,22	1,22	1,11	1,11	1,23	1,11
CC%:	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	10,89%	9,80%

A coluna amarela reflete os indicadores do chamado cenário Base. Nele o EVA é igual a zero.

Os valores constantes do Balanço e do Resultado estão alinhados com o cenário Base.

Os indicadores das colunas verdes refletem as mudanças nas variáveis citadas no topo de cada coluna.

Todas as abreviações e significados foram visto em Up-To-Dates anteriores.

Vamos reapresentá-los:

- BP = Balanço Patrimonial.

- AOL = Ativo Operacional Líquido. É toda a base de ativos operacionais menos os capitais gerados de dentro da operação. É esta base de ativos que deverá ser remunerada.
- CT = Capital de Terceiros.
- CCT = Custo do Capital de Terceiros.
- CP = Capital Próprio (do acionista).
- CCP = Custo do Capital Próprio.
- IR = Alíquota para provisão do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro.
- PVu = Preço de Venda unitário.
- QTDE = Quantidade.
- GVu = Gasto Variável unitário.
- GVt = Gasto Variável total.
- GF = Gasto Fixo.
- LO = Lucro Operacional.
- LOL = Lucro Operacional Líquido (depois do IR).
- LL = Lucro Líquido.
- EVA = Economic Value Added.
- RAOL = Retorno sobre o AOL. É o LOL sobre o RAOL. Pode ser chamado genericamente de Retorno sobre Investimento.
- Margem = Margem Operacional. É o LOL sobre as Vendas.
- Giro = Giro sobre a base de ativos. São as Vendas sobre o AOL.
- CC% = Custo de Capital. É o custo médio ponderado do capital empregado.
- CT/AOL = É a relação entre o capital de terceiros e o AOL.
- CP / AOL = É a relação entre o capital próprio e o AOL.

3. Como Analisar o Desempenho dos Investimentos

A qualidade dos investimentos será observada pela relação entre o EVA sobre o AOL. Quanto maior esta relação, melhor o desempenho dos investimentos.

Dizendo mesma coisa com outras palavras:

Devemos administrar uma empresa para obter o máximo de lucro econômico (EVA) com o mínimo de investimento (ou capital empregado).

Para obter o máximo de EVA deveremos:

Aumentar o LOL e diminuir o custo de capital.

Mais uma vez dizendo a mesma coisa, mas com outras palavras:

O nome do jogo é: aumentar o RAOL e diminuir o CC%.

Os números do exemplo nos permitem observar que:

- O foco da análise está no EVA – Economic Value Added. Quanto mais EVA sobre AOL, melhor o desempenho do investimento.
- Qualquer evento que aconteça numa empresa deverá ter seu impacto avaliado no RAOL e no Custo do Capital. A empresa deverá implementar estratégias que conduzam ao aumento do RAOL e uma diminuição no Custo do Capital.
- O aumento do RAOL resulta numa combinação de margem operacional versus giro sobre os ativos.
- Uma redução no custo do capital, geralmente reflete uma mudança na estrutura do capital empregado: maior participação do capital de terceiros (que custa mais barato) e menor participação do capital próprio (que custa mais caro).
- Os indicadores do cenário denominado de Base estão na faixa amarela. Nele, o EVA é igual a zero. Importante: todas as conclusões apresentadas a seguir refletem variações em cima deste cenário Base.
- As principais conclusões não foram impactadas pelo viés de alta. Ou seja, todas as mudanças nas variáveis elevam o EVA. Também não importa o fator de variação de todas as premissas ter sido igual a 10%.

As principais conclusões do exemplo são:

- Um aumento no preço de venda provoca:
 - ❑ EVA: aumento (de zero para \$700).
 - ❑ RAOL: aumento (por margem e giro). O impacto na margem é maior do que no giro.
 - ❑ Custo de capital: estável.
- Um aumento no volume de vendas provoca:
 - ❑ EVA: aumento (de zero para \$259).
 - ❑ RAOL: aumento (por margem e giro).
 - ❑ Custo de capital: estável.
- Uma redução no gasto variável unitário provoca:
 - ❑ EVA: aumento (de zero para \$441).
 - ❑ RAOL: aumento (somente por margem).
 - ❑ Custo de capital: estável.
- Uma redução no gasto fixo provoca:
 - ❑ EVA: aumento (de zero para \$161).
 - ❑ RAOL: aumento (somente por margem).
 - ❑ Custo de capital: estável.
- Uma redução no AOL (investimento) provoca:
 - ❑ EVA: aumento (de zero para \$98).
 - ❑ RAOL: aumento (somente por giro).
 - ❑ Custo de capital: estável.

Comentários adicionais:

- ❑ Uma redução no investimento poderá acontecer em qualquer item da base de ativos, isoladamente ou conjuntamente: clientes, estoques ou ativos fixos.
- ❑ No exemplo, a redução da base de ativos em 10% foi acompanhada de uma redução de 10% também no CT e no CP. Portanto, a estrutura de capital se manteve inalterada. Caso o capital liberado pela redução no investimento fosse utilizado para reduzir somente o CP, haveria a redução no custo do capital. Mudaria a estrutura de capital. Aumentaria a participação do capital de terceiros e reduziria a participação no capital próprio.

➤ Uma redução no CC% (custo de capital) provoca:

- ❑ EVA: aumento (de zero para \$98).
- ❑ RAOL: estável.
- ❑ Custo de capital: redução.

Comentários adicionais:

- ❑ O ato de reter lucros, quando analisado isoladamente, contribui para aumentar o custo de capital. Aumenta a participação do CP e diminui a participação do CT na estrutura de capital. Portanto, quando uma empresa precisar investir, é conveniente que ela utilize CP e CT na mesma proporção da estrutura de capital.
- ❑ O ato de pagar uma dívida, quando analisado isoladamente, contribui para aumentar o custo de capital. Aumenta a participação do CP e diminui a participação do CT na estrutura de capital. Portanto, quando se uma empresa puder rolar a dívida e, se possível utilizar os recursos para pagar dividendos e diminuir o CP, o custo de capital diminuirá, ao invés de aumentar.

Conclusões:

- ❑ Os executivos deverão apresentar as demonstrações financeiras de sua empresa conforme o formato deste exemplo.
- ❑ O foco deverá ser o EVA – Economic Value Added. Quanto maior em relação à base de ativos, melhor.
- ❑ As estratégias deverão visar o aumento no RAOL e uma diminuição no CC%. Quanto maior o spread desta diferença, maior o EVA. Este é o nome do jogo.