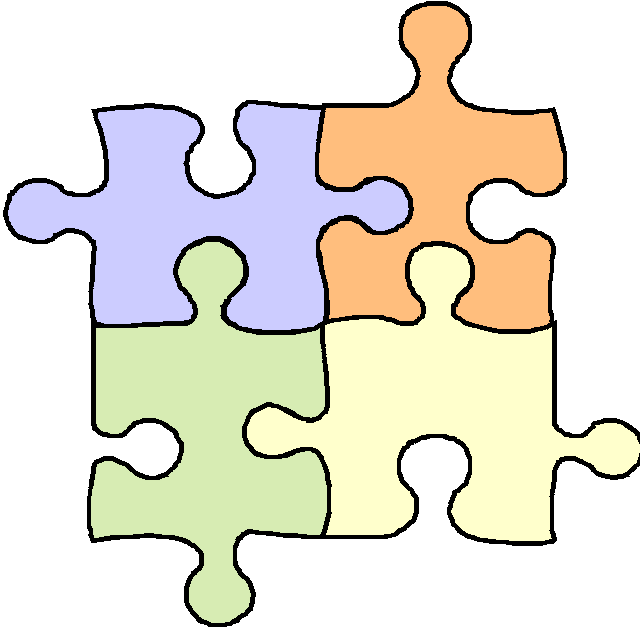


## ASPECTOS RELEVANTES NA ANÁLISE DE NOVOS INVESTIMENTOS



- ✓ Um FAQ sobre Ciclo de Vida
- ✓ Um FAQ sobre Taxa de Desconto
- ✓ FAQ (Frequently Asked Questions)

### Francisco Cavalcante ([francisco@fcavalcante.com.br](mailto: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

INTRODUÇÃO.....	3
1. CICLO DE VIDA DO NOVO INVESTIMENTO.....	4
2. TAXA DE DESCONTO DO NOVO INVESTIMENTO.....	7

## Introdução

A análise de um novo investimento está ancorada no tripé:

- ✓ Fluxo de caixa projetado para o novo investimento;
- ✓ Ciclo de vida do projeto e,
- ✓ Taxa de desconto associada ao risco do negócio.

Neste texto, iremos apresentar uma relação de algumas das perguntas mais frequentes sobre:

- ✓ Ciclo de vida do novo investimento e
- ✓ Taxa de desconto do fluxo de caixa.

## 1. Ciclo de Vida do Novo Investimento

### O que significa ciclo de vida do novo investimento?

Significa a extensão do fluxo de caixa do. Ou seja, o número de períodos utilizados na projeção do fluxo de caixa do novo investimento.

### Por que a definição do ciclo de vida do projeto é importante?

Porque é dentro dela que deverá ocorrer o retorno do investimento. Exemplo: Se definirmos o ciclo de vida do projeto em 5 anos, o retorno do investimento deverá acontecer **antes** de 5 anos.

### Existe alguma fórmula para definir o ciclo de vida do novo investimento de maneira ideal?

Não, não e não. A regra é usar, único e exclusivamente, o **“bom senso”**.

### É possível apresentar alguns exemplos?

Sim.

- ✓ Novo investimento: concessão de uma estrada. Duração da concessão estabelecida pelo poder concedente: 20 anos. **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 20 anos.**
- ✓ Novo investimento: substituição de um equipamento que reduz o consumo de energia e mão de obra. Vida contábil do equipamento: 10 anos. Vida econômica do equipamento: 5 anos (vencido este prazo, estima-se que o equipamento estará obsoleto). **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 5 anos.**
- ✓ Novo investimento: abertura de uma danceteria para o público entre 18 e 25 anos. Vida econômica do investimento: 2 anos (depois deste período, espera-se que o negócio saia da moda). **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 2 anos.**
- ✓ Novo investimento: lançamento de uma linha de sorvetes de massa (atualmente a empresa fabrica apenas sorvetes de palito). Vida econômica do investimento: indeterminada (acredita-se que a empresa poderá vender sorvetes de massa para sempre). **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 10 anos.** Definido de acordo com a vida útil dos principais equipamentos utilizados na linha de produção. Não é usual que se monte um fluxo de caixa em regime de perpetuidade para analisar novos investimentos. Portanto, foi escolhido um critério alternativo que pareça ser razoável.
- ✓ Novo investimento: abertura de uma loja de sapatos num shopping. Vida econômica do investimento: indeterminada. **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 4 anos.** Definido de acordo com a vida útil do primeiro contrato de locação.

### O que existe em comum nos exemplos apresentados?

O bom senso utilizado no estabelecimento de um critério que suporte a definição do ciclo de vida de um novo investimento. Bom senso também pode ser interpretado como **“criar uma justificativa que faça sentido”**. Não a busca de uma explicação que seja irrefutável.

### O ciclo de vida definido para um novo investimento está alinhado com algum outro número?

Sim. Muitos investidores (não todos) têm “na sua cabeça” um prazo máximo de espera para retorno do novo investimento. Vamos recorrer a 2 exemplo já citados:

- ✓ Novo investimento: concessão de uma estrada. Duração da concessão estabelecida pelo poder concedente: 20 anos. **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 20 anos.**
- ✓ Todavia, o investidor poderá não aceitar esperar 20 anos para ter retorno. Se o investidor “topar” esperar no máximo 10 anos para recuperar seu investimento, será estimado um fluxo de caixa para 10 anos, embora o ciclo de vida do investimento seja de 20 anos.
- ✓ Novo investimento: abertura de uma loja de sapato num shopping. Vida econômica do investimento: indeterminada. **Ciclo de vida definido para análise do novo investimento: 4 anos.** Definido de acordo com a vida útil do primeiro contrato de locação.

Quando o investidor definiu como critério a vida útil do primeiro contrato de locação, é porque “na sua cabeça” ele aceita esperar ao redor de 4 nos para ter retorno do seu investimento. Se o administrador do shopping aceitasse fazer um contrato de locação por 10 anos, o investidor escolheria outro critério que conduzisse à definição de um fluxo de caixa ao redor de 4 anos.

Em suma, o que estamos afirmando é o seguinte:

- ✓ Tem investidores que aceitam esperar 12 anos, por exemplo, para retornar seu investimento em projetos que ofereçam uma Taxa Interna de Retorno (TIR) de 30% ao ano. São aqueles projetos que nos primeiros 4 ou 5 anos tem fluxos de caixa ruins, mas depois deste período “explodem”.
- ✓ Tem investidores que não aceitam esperar mais de 5 anos para retornar seu investimento, mesmo para aquele projeto que ofereça uma TIR de 30% ao ano.

### **Ou seja, tem investidores que priorizam mais o prazo de retorno do investimento do que a TIR projetada.**

Na prática estamos falando daqueles investidores que querem conciliar altas taxas de retorno para seu investimento com prazo rápido de recuperação do capital empregado.

**Qual o risco da estratégia de querer conciliar uma alta TIR com um prazo curto para retorno do capital empregado?**

*Descartar projetos de elevado retorno, mas de prazo de retorno do capital empregado médio ou longo.*

*Exemplo: Uma rede de lojas tem presença marcante na capital de São Paulo e em todas as grandes cidades do interior.*

*Existem algumas cidades de médio porte do interior do Estado estão bastante vinculadas ao agro-negócio, e deverão apresentar crescimento explosivo nos próximos anos.*

*O fluxo de caixa projetados para a abertura de lojas nestas cidades prevê uma geração de caixa modesta nos primeiros 5 anos do empreendimento. Todavia, projeta-se uma melhora substancial da geração de caixa do ano 6 em diante.*

*A TIR estimada para um fluxo de caixa projetado para apenas 5 anos é de 8% ao ano.*

*A TIR estimada para um fluxo de caixa projetado para 10 anos é de 28% ao ano, pois o melhor da geração de caixa é esperada entre os anos 6 e 10.*

*Se a empresa exigir que o retorno no capital empregado não ultrapasse a 5 anos, este projeto estará descartado.*

*A longo prazo esta rede poderá ficar enfraquecida perante aquele concorrente que apostou nas cidades médias do interior do Estado e que, após 15 anos, terá posição marcante em 100 cidades, por exemplo, enquanto a rede que “conservadora” operará” em apenas 20 cidades.*

## 2. Taxa de Desconto do Novo Investimento

**Qual a taxa de desconto que deveremos utilizar para descontar um fluxo de caixa projetado para um novo investimento?**

*O custo de capital. O custo de capital é média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo do capital próprio (o chamado WACC em inglês).*

**Qual deverá ser o fluxo de caixa projetado a ser descontado pelo custo de capital?**

*É o chamado fluxo de caixa da operação. É o fluxo de caixa que contempla os investimentos, receitas e custos incrementais do projeto.*

*Portanto, o fluxo de caixa da operação não contempla: o capital de terceiros utilizado no projeto, os juros deste capital de terceiros e nem a amortização do principal.*

*O fluxo de caixa da operação projetado para o novo investimento **tem que remunerar o capital de terceiros e capital próprio (do acionista)**. É por esta razão que o fluxo de caixa da operação é descontado pelo custo de capital, que contempla o custo médio ponderado entre o capital de terceiros e o capital próprio.*

**O custo de capital utilizado deverá ser o do projeto ou o da empresa?**

*Depende:*

- ✓ Se o novo investimento tiver um perfil operacional próprio, um risco de negócio particular, relativamente isolado do risco do negócio atual, considera-se o custo de capital do projeto em particular. Exemplo: uma rede de 20 lojas de material de construção vai abrir a sua empresa “ponto.com” para realizar vendas apenas pela Internet.
- ✓ Se o novo investimento tiver um perfil operacional e um risco integrado com o do negócio atual, considera-se o custo de capital da empresa e não o do projeto em particular. Exemplo: a mesma rede de varejo com 20 lojas vai inaugurar mais 3 lojas. O fluxo de caixa projetado para cada uma das 3 lojas deverá ser descontado pelo custo de capital da empresa.

**O custo de capital da empresa é o atual?**

*Não necessariamente. É o custo de capital ideal. É aquele que combine mínimo custo ao risco ajustado.*

*Se a estrutura atual de capital da empresa também é a ideal, ela deverá ser considerada. Porém se ela for diferente da ideal, considera-se a ideal, ou seja, **“aquela que está sendo perseguida”**.*

*Exemplo: Digamos que a citada rede de varejo tem uma estrutura de capital atual com 60% de capital de próprio e 40% de capital de terceiros. A estrutura de capital ideal que está sendo perseguida é de 50% / 50%.*

*Portanto, as 3 novas lojas estão sendo financiadas com **uso intensivo de capital de terceiros**, de tal sorte que com a operação das 23 lojas a estrutura de capital ideal de 50% / 50% seja alcançada.*

**Em suma, a análise de desempenho das 20 lojas atuais e a análise do projeto das 3 novas lojas já deverá considerar a estrutura de capital ideal de 50% / 50%, e não a estrutura de capital particular do investimento em cada uma delas.**

**Como o custo de capital da empresa deverá estar alinhado com a inflação?**

*Se o fluxo de caixa for projetado em moeda constante, o custo do capital deverá estar ajustado aos efeitos da inflação.*

*Se o fluxo de caixa for projetado em moeda nominal, o custo do capital deverá contemplar a inflação estimada na elaboração dos fluxos de caixa.*