

O QUE É MAIS CORRETO: ANALISAR FLUXOS DE CAIXA OU FLUXOS DE LUCRO?



- ✓ Fluxos de Caixa pedem VPL
- ✓ Fluxos de lucros pedem MVA
- ✓ Ambos conduzem ao mesmo resultado?

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. VPL E FLUXOS DE CAIXA	4
3. MVA (MARKET VALUE ADDED) E FLUXOS DE LUCRO	6

1. Introdução

Quando se analisa um novo investimento, estima-se um fluxo de caixa.

Com base no fluxo de caixa projetado determina-se a TIR (Taxa Interna de Retorno) ou o VPL (Valor Presente Líquido), cuja análise conduz à aprovação ou rejeição do novo investimento.

Nossa experiência mostra que um novo investimento é mais bem “*percebido*” através de um fluxo de caixa.

Todavia, também podemos analisar um novo investimento através de um fluxo de lucros. Chegaremos às mesmas conclusões.

Em outras palavras: Tanto a avaliação financeira (fluxos de caixa) quanto a avaliação econômica (fluxos de lucro) conduzem ao mesmo resultado e, portanto, à mesma conclusão.

Não existe a menor chance da avaliação financeira apontar para a aprovação do novo investimento, e a avaliação econômica apontar para a sua rejeição.

É verdadeira a afirmação que diz que fluxos de caixa e fluxos de lucro **se encontram no longo prazo**.

2. VPL e Fluxos de Caixa

Os dados a seguir referem-se a um novo investimento.

- ✓ Investimento fixo: \$10.000.
- ✓ Ciclo de vida do investimento: 5 anos (20% de depreciação ao ano e sem valor residual no quinto ano).
- ✓ Ciclo de vida do novo investimento: 5 anos, definido de acordo com a vida estimada do ativo fixo.
- ✓ Depreciação anual: \$2.000 (20% de \$10.000).
- ✓ Receitas anuais líquidas: 9.000.
- ✓ Gastos operacionais anuais: \$5.000 (este valor considera mão-de-obra, materiais, etc. menos a depreciação anual de \$2.000).
- ✓ Alíquota do IR/CSLL: 30%.
- ✓ Estrutura de capital: \$3.000 de capital de terceiros e \$7.000 de capital próprio (dos acionistas).
- ✓ Custo do capital de terceiros: 10% ao ano, sem considerar o benefício fiscal do IR/CSLL.
- ✓ Custo do capital próprio: 15% ao ano.

Os fluxos de caixa estimados e o VPL do projeto estão a seguir:

ANOS =====>	0	1	2	3	4	5
Receitas		\$9.000	\$9.000	\$9.000	\$9.000	\$9.000
(-) Gastos		(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)
(-) Depreciação		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(-) Juros		(\$300)	(\$300)	(\$300)	(\$300)	(\$300)
(=) Lucro		\$1.700	\$1.700	\$1.700	\$1.700	\$1.700
(-) IR/CSLL sobre o lucro		(\$510)	(\$510)	(\$510)	(\$510)	(\$510)
(=) Lucro após o IR/CSLL		\$1.190	\$1.190	\$1.190	\$1.190	\$1.190
(+) Depreciação		\$2.000	\$2.000	\$2.000	\$2.000	\$2.000
(=) FCO		\$3.190	\$3.190	\$3.190	\$3.190	\$3.190
(-) Investimento	(\$10.000)					
(+/-) Financiamento	\$3.000					(\$3.000)
(=) FCA	(\$7.000)	\$3.190	\$3.190	\$3.190	\$3.190	\$190
VPL	\$2.202					

As principais notas explicativas encontram-se a seguir:

- ✓ Os valores que estão nas linhas de Receitas, Gastos e Depreciação estão na base de dados do exemplo.
- ✓ Os Juros de \$300 representam 10% do capital de terceiros de \$3.000.
- ✓ O IR/CSLL de \$510 representam 30% do lucro de \$1.700. Este valor embute o benefício fiscal sobre a depreciação de \$2.000 e sobre os juros de \$300.
- ✓ A depreciação de \$2.000 considerada no lucro para fins de provisão do IR/CSLL, mas que não representa saída de caixa, é somada ao lucro para determinar o FCO, o fluxo de caixa da operação.
- ✓ Na coluna “0”, temos o investimento de \$10.000 diminuídos da entrada de \$3.000 de capital de terceiros, resultando no investimento com recursos do acionista de \$7.000.
- ✓ No ano 5 temos a devolução do capital de terceiros de \$3.000.
- ✓ O FCA, fluxo de caixa do acionista, representa a diferença entre todas as entradas e todas as saídas de dinheiro. É o fluxo de caixa sob a perspectiva do acionista. O investimento de \$7.000 no momento zero representa dinheiro que **sai do bolso do acionista**. Dos anos 1 a 5, os superávits representam dinheiro que **entra no bolso do acionista**.
- ✓ O VPL de \$2.202, diferença entre as entradas e saídas de dinheiro no momento zero tem a seguinte memória de cálculo:

- \$7.000	+	\$3.190	+	\$3.190	+	\$3.190	+	\$3.190	+	\$190
		1,15		1,15 ²		1,15 ³		1,15 ⁴		1,15 ⁵

- ✓ VPL positivo de \$2.202 representa mais entrada do que saída de dinheiro. Conclusão: **Novo investimento aprovado.**

3. MVA (Market Value Added) e Fluxos de Lucro

Os fluxos de lucro estimados e o MVA do projeto estão a seguir:

ANOS =====>	0	1	2	3	4	5
Receitas		\$9.000	\$9.000	\$9.000	\$9.000	\$9.000
(-) Gastos		(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)	(\$5.000)
(-) Depreciação		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(-) Juros		(\$300)	(\$300)	(\$300)	(\$300)	(\$300)
(=) Lucro		\$1.700	\$1.700	\$1.700	\$1.700	\$1.700
(-) IR/CSLL sobre o lucro		(\$510)	(\$510)	(\$510)	(\$510)	(\$510)
(=) Lucro após o IR/CSLL		\$1.190	\$1.190	\$1.190	\$1.190	\$1.190
(-) CCP		(\$1.050)	(\$750)	(\$450)	(\$150)	\$150
(=) EVA		\$140	\$440	\$740	\$1.040	\$1.340
MVA		\$2.202				

As principais notas explicativas encontram-se a seguir:

- ✓ Da linha de Receitas até a linha Lucro após o IR/CSLL, todos os valores estão iguais aos do fluxo de caixa.
- ✓ O CCP, custo do capital próprio, começa em (\$1.050) no ano 1, e ano a ano apresenta uma variação positiva de \$300.
- ✓ O CCP de (\$1.050) no ano 1 representa 15% do capital próprio empregado pelo acionista de \$7.000 no momento zero.
- ✓ A diferença entre o fluxo de caixa do acionista de \$3.190 e o lucro de \$1.090 representa os \$2.000 de depreciação. É como se ano a ano, durante os 5 anos de vida do projeto, o investimento **devolvesse** para o acionista um pedaço do investimento realizado de \$10.000. Portanto, se no momento zero o acionista emprega \$7.000 de capital, no ano 1 este valor cairá para \$5.000, no ano 2 cairá para \$3.000 e assim em diante. Esta é a razão pela qual o CCP **cai** \$300 ao ano, o equivalente a 15% de \$2.000.
- ✓ O MVA de \$2.202 é o valor presente do fluxo de EVAs. A memória de cálculo é a seguinte:

\$140	+	\$440	+	\$740	+	\$1.040	+	\$1.340
1,15		1,15 ²		1,15 ³		1,15 ⁴		1,15 ⁵

Como afirmamos na introdução deste texto: Analisar fluxos de caixa e fluxos de lucro conduzem ao mesmo resultado e, por conseguinte, à mesma decisão.

Para provar esta “*coincidência*”, apenas tomamos o cuidado de construir uma estimativa de fluxos de caixa e fluxos de lucro 100% alinhados.

Em outras palavras: **Conciliamos** os fluxos de caixa com os fluxos de lucro, ou vice-versa.

VPL é o valor presente dos fluxos de caixa estimados.

MVA é o valor presente dos fluxos de lucros econômicos (EVAs) projetados.