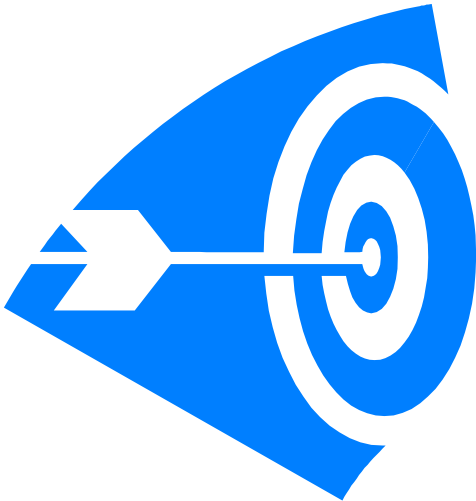


ANALISAR PROJETOS COM BASE NO FLUXO DE CAIXA DA OPERAÇÃO OU DO ACIONISTA



- ✓ O que é fluxo de caixa da operação (FCO) ou do fluxo de caixa do acionista (FCA)
- ✓ A que taxa descontar cada um dos fluxos
- ✓ As respostas poderão ser diferentes

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. CASO PRÁTICO | 4 |
| 3. OUTRO CASO PRÁTICO | 6 |

1. Introdução

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) é aquele proveniente da gestão dos ativos operacionais.

O FCO não considera o fluxo do serviço da dívida: entrada do financiamento, pagamento dos juros e devolução do principal.

Portanto, o FCO remunera o capital de terceiros e o capital do acionista.

Quando se analisa o FCO, a taxa de desconto utilizada deverá ser o custo do capital (ou o custo médio ponderado do capital - CMPC). O CMPC é uma mescla do custo do capital dos investidores.

O Fluxo de Caixa da Acionista (FCA) é a diferença entre o FCO menos o fluxo de caixa do serviço da dívida.

O FCA considera o fluxo do serviço da dívida.

Portanto, o FCA já remunera o capital de terceiros.

Quando se analisa o FCA, a taxa de desconto utilizada deverá ser o custo do capital próprio (CCP).

Qual o procedimento mais adequado?

- ✓ Descontar o FCO pelo CMPC?
- ✓ Descontar o FCA pelo CCP?

2. Caso Prático

Observe o fluxo de caixa a seguir:

| | | |
|---------------------------------|----------|----------|
| Investimento: | \$10.000 | |
| Ciclo de vida do investimento: | | Perpétuo |
| FCO para a perpetuidade: | \$1.500 | |
| Capital de terceiros empregado: | | \$5.000 |
| CCT líquido da economia fiscal: | 10,00% | |
| Capital do acionista empregado: | | \$5.000 |
| CCP: | 20,00% | |
| CMPC: | 15,00% | |

| FCO | Anos | Valores |
|------------|------|-----------------------------------|
| | 0 | (\$10.000) |
| | 1 | \$1.500 |
| | 2 | \$1.500 |
| | 3 | \$1.500 |
| | 4 | \$1.500 |
| | 5 | \$11.500 (\$1.500 + \$1.500/0,15) |
| TIR | | 15,00% |

Comentários:

- ✓ O conteúdo deste caso prático é adequadamente tratado se os fluxos de caixa forem tratados no contexto da perpetuidade.
- ✓ A fórmula da perpetuidade é a seguinte: **Perpetuidade / Taxa de Desconto**
- ✓ A TIR de 15% ao ano “empata” com o CMPC de 15% ao ano. Significa que este investimento cobre o CT que custa de 10% ao ano, e remunera **exatamente** o CP que custa 20% ao ano.

A prova do comentário acima pode ser dada pelo seguinte FCA:

| FCA | |
|------|---------|
| Anos | Valores |

| | | |
|---|-----------|--|
| 0 | (\$5.000) | (é o investimento do acionista - \$10.000/Investimento - \$5.000/CT) |
| 1 | \$1.000 | (\$1.500/FCO - \$500/Juros - 0,10x\$5.000) |
| 2 | \$1.000 | |
| 3 | \$1.000 | |
| 4 | \$1.000 | |
| 5 | \$6.000 | (\$1.000 + \$1.000/0,20 - Valor presente da perpetuidade) |

| | |
|-----|--------|
| TIR | 20,00% |
|-----|--------|

- ✓ A TIR de 20% ao ano “empata” com o CCP de 20% ao ano. Significa que este investimento já cobriu o CT que custa de 10% ao ano, e remunera **exatamente** o CP que custa 20% ao ano.
- ✓ Qual dos 2 fluxos conduz à mesma conclusão: o investimento apenas remunera o custo do capital, não criando nem destruindo valor para o acionista.
- ✓ Se o projeto fosse criador de vapor para o acionista, a TIR calculada com base no FCO cobriria o CMPC. Também a TIR calculada com base no FCA cobriria o CCP. O inverso também é verdadeiro.
- ✓ Cabe ao analista do projeto definir qual a opção com a qual se sente mais confortável.

3. Outro Caso Prático

Os dados do exemplo a seguir

| | | |
|---------------------------------|----------|----------|
| Investimento: | \$10.000 | |
| Ciclo de vida do investimento: | | Perpétuo |
| FCO para a perpetuidade: | \$1.980 | |
| Capital de terceiros empregado: | | \$4.000 |
| CCT líquido da economia fiscal: | 12,00% | |
| Capital do acionista empregado: | | \$6.000 |
| CCP: | 25,00% | |
| CMPC: | 19,80% | |

| FCO | |
|------------|---------------|
| Anos | Valores |
| 0 | (\$10.000) |
| 1 | \$1.980 |
| 2 | \$1.980 |
| 3 | \$1.980 |
| 4 | \$1.980 |
| 5 | \$11.980 |
| TIR | 19,80% |

(\$1.980 + \$1.980/0,1980 - Valor presente da perpetuidade))

| FCA | |
|------------|---------------|
| Anos | Valores |
| 0 | (\$6.000) |
| 1 | \$1.500 |
| 2 | \$1.500 |
| 3 | \$1.500 |
| 4 | \$1.500 |
| 5 | \$7.500 |
| TIR | 25,00% |

(é o investimento do acionista - \$10.000/Investimento - \$4.000/CT)
(\$1.980/FCO - \$480/Juros - 0,12x\$4.000)

(\$1.500 + \$1.500/0,20 - Valor presente da perpetuidade)