

VALUATION PARA COMPRA OU VENDA DE EMPRESAS: DESCONTAR FLUXOS DE CAIXA OU FLUXOS DE LUCRO?



- ✓ Qual destes dois procedimentos é mais correto?
- ✓ Valor de uma Empresa Descontando Fluxos de Lucro.
- ✓ Valor de uma Empresa Descontando Fluxos de Caixa.

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. APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	3
2. VALOR DE UMA EMPRESA DESCONTANDO FLUXOS DE CAIXA	5
3. VALOR DE UMA EMPRESA DESCONTANDO FLUXOS DE LUCRO	7

1. Apresentação e desenvolvimento

Dentro de uma empresa, as técnicas de avaliação são utilizadas em 3 situações mais comuns:

1. Gestão baseada no valor;
2. Análise de novas oportunidades de investimento e,
3. Compra ou venda de participações acionárias.

Vamos focar neste texto as técnicas de avaliação no contexto de compra ou venda de participações acionárias.

Neste tipo de avaliação, 10 entre cada 10 consultores, empresários e bancos estimam a valor de uma empresa **descontando fluxos de caixa**.

A literatura especializada diz: **deve-se avaliar uma empresa descontando seus fluxos caixa projetados para seu ciclo de vida remanescente, a uma taxa de desconto que reflita o risco associado à operação.**

O fluxo de caixa a ser descontado é chamado de **Fluxo de Caixa Livre (FCL)**. “Livre” para credores e acionistas.

A metodologia para se determinar o Fluxo de Caixa Livre (FCL) é a seguinte:

Receitas
(-) Impostos sobre as receitas
(-) Custos
(-) Despesas
(-) Depreciação e amortização
(=) Lucro operacional
(-) IR/CSLL sobre o lucro operacional
(=) Lucro operacional líquido
(+) Retorno da depreciação e amortização
(+/-) Investimentos em ativos fixos
(+/-) Investimentos em capital de giro
(=) Fluxo de caixa livre (FCL)

A taxa de desconto referida acima para descontar o FCL é o **Custo do Capital**, ou Custo Médio Ponderado do Capital.

Este texto mostra que do ponto de vista técnico, podemos **estimar o valor de uma empresa descontando fluxos de caixa e também fluxo de lucro**.

Todavia, o lucro referido não é o contábil, mas o econômico, popularmente chamado de EVA (Econômico Value Added).

A igualdade pode ser apresentada da seguinte maneira:

Valor de uma empresa = valor presente do FCL = Valor presente do fluxo de EVAs mais o capital empregado.

Os 2 tópicos seguintes apresentam os procedimentos sobre o assunto.

2. Valor de uma Empresa Descontando Fluxos de Caixa

Vamos analisar o quadro a seguir:

	Ciclo de Vida					
	0	1	2	3	4	5
Receitas		\$10.000	\$11.000	\$12.100	\$13.310	\$14.641
(-) Gastos		(\$5.000)	(\$5.500)	(\$6.050)	(\$6.655)	(\$7.321)
(-) Depreciação		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(=) LO		\$3.000	\$3.500	\$4.050	\$4.655	\$5.321
(-) IR/CSLL		(\$900)	(\$1.050)	(\$1.215)	(\$1.397)	(\$1.596)
(=) LOL		\$2.100	\$2.450	\$2.835	\$3.259	\$3.724
(+) Depreciação		\$2.000	\$2.000	\$2.000	\$2.000	\$2.000
(-) Fixo	(\$10.000)					
(-) CGL	(\$1.000)	(\$100)	(\$110)	(\$121)	(\$133)	\$1.464
(=) FCL	(\$11.000)	\$4.000	\$4.340	\$4.714	\$5.125	\$7.188

VE (FCL)	\$16.364	Custo de capital de 15% ao ano.
----------	----------	---------------------------------

A explicação de **cada linha** encontra-se a seguir:

- O ciclo de vida da empresa foi estimado em 5 anos. **Importante:** Se o leitor analisar oportunamente os 2 fluxos projetados (o de caixa e o de lucros) observará que se **perpetuamos o fluxo de caixa e o de lucros nas mesmas condições do primeiro ciclo de investimento, estimaremos o mesmo valor da empresa sempre.**
- As Receitas projetadas mostram um crescimento de 10% ao ano.
- Os Gastos foram estimados em 50% da receita projetada. Representam o somatório de custos mais despesas.
- A Depreciação anual estimada representa 20% do investimento fixo inicial de \$10.000.
- O LO, Lucro Operacional, é o somatório das receitas, menos os Gastos e a Depreciação.
- IR/CSLL representa 30% do Lucro Operacional (LO).
- O LOL, Lucro Operacional Líquido, representa o somatório do LO menos o IR/CSLL.

- A Depreciação somada o LOL reconhece que a mesma não representa uma saída de caixa. A primeira linha de depreciação serve apenas para apurar com precisão a economia fiscal embutida dentro da estimativa de IR/CSLL.
- Fixo representa o investimento em ativos fixos.
- CGL é o capital de giro líquido. Representa a diferença entre o investimento em Clientes e Estoques, menos o financiamento de Fornecedores, Impostos e outros passivos operacionais. No momento zero, o investimento em CGL foi estimado em 10% das receitas projetadas. Do momento 1 em diante, o investimento em CGL representa 10% da diferença entre as estimativas de Receitas de um ano para outro. Optamos por um critério “rápido” para projeção do investimento em CGL. No ano 5, o valor positivo de \$1.464 representa a liberação do capital de giro (\$1.000 + \$110 + \$110 + \$121 + \$133).
- FCL é o Fluxo de Caixa Livre. No momento zero representa o somatório do investimento fixo mais o investimento em CGL. Do momento 1 em diante, representa o somatório do LOL, mais o retorno da depreciação, menos o investimento anual em CGL.
- O VE, Valor da Empresa, foi estimado em \$16.364. Representa o desconto do FCL estimado para os 5 anos a um custo de capital de 15% ao ano.

VE	=	\$4.000	+	\$4.340	+	\$4.714	+	\$5.125	+	\$7.188
		1,15		1,15 ²		1,15 ³		1,15 ⁴		1,15 ⁵

3. Valor de uma Empresa Descontando Fluxos de Lucro

Vamos analisar o quadro a seguir:

	Ciclo de Vida					
	0	1	2	3	4	5
Receitas		\$10.000	\$11.000	\$12.100	\$13.310	\$14.641
(-) Gastos		(\$5.000)	(\$5.500)	(\$6.050)	(\$6.655)	(\$7.321)
(-) Depreciação		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(=) LO		\$3.000	\$3.500	\$4.050	\$4.655	\$5.321
(-) IR/CSLL		(\$900)	(\$1.050)	(\$1.215)	(\$1.397)	(\$1.596)
(=) LOL		\$2.100	\$2.450	\$2.835	\$3.259	\$3.724
(+) CC		(\$1.650)	(\$1.365)	(\$1.082)	(\$800)	(\$520)
(=) EVA		\$450	\$1.085	\$1.754	\$2.459	\$3.205

VE (EVA + Investimento)	\$16.364	Custo de capital de 15% ao ano.
-------------------------	----------	---------------------------------

A explicação de **cada linha** encontra-se a seguir:

- O ciclo de vida da empresa foi estimado em 5 anos. **Importante:** Se o leitor analisar oportunamente os 2 fluxos projetados (o de caixa e o de lucros) observará que se **perpetuamos o fluxo de caixa nas mesmas condições do primeiro ciclo de investimento, estimaremos o mesmo valor da empresa sempre.**
- As Receitas projetadas mostram um crescimento de 10% ao ano.
- Os Gastos foram estimados em 50% da receita projetada. Representam o somatório de custos mais despesas.
- A Depreciação anual estimada representa 20% do investimento fixo inicial de \$10.000.
- O LO, Lucro Operacional, é o somatório das receitas, menos gastos e depreciação.
- IR/CSLL representa 30% do Lucro Operacional (LO).
- O LOL, Lucro Operacional Líquido, representa o somatório do LO menos o IR/CSLL.

- CC é o Custo do Capital, ou Custo Médio Ponderado do Capital. Representa 15% do custo do capital empregado ano a ano. A memória de cálculo de cada valor é a seguinte:

Momento	CC (Valor)	Memória de Cálculo
1	\$1.650	15% de \$11.000
2	\$1.365	15 de (\$11.000- \$2.000+\$100)
3	\$1.082	15 de (\$11.000-\$2.000+\$100-\$2.000+\$110)
4	\$800	15 de (\$11.000-\$2.000+\$100-\$2.000+\$110-\$2000+\$121)
5	\$520	15 de (\$11.000-\$2.000+\$100-\$2.000+\$110-\$2000+\$121-\$2.000+\$133)

A interpretação geral do quadro acima é a seguinte:

No momento zero, o capital empregado é de \$11.000. Portanto, no momento 1, o custo deste capital empregado é de \$1.650 (15% de \$11.000).

Nos demais momentos, o capital empregado vai **diminuindo**. Motivo: a empresa distribui como dividendos, segundo as estimativas, 100% do lucro projetado, mais a depreciação que não representa saída de caixa, menos os investimentos em capital de giro.

O VE, Valor de Empresa, de \$16.364 representa o valor presente do fluxo de EVAs mais o investimento inicial.

VE	=	\$450	+	\$1.085	+	\$1.754	+	\$2.459	+	\$3.205	+	\$11.000
		1,15		1,15 ²		1,15 ³		1,15 ⁴		1,15 ⁵		