

## AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA OU FLUXO DE LUCROS? ONDE E COMO



- ✓ Na análise do resultado mensal, trimestral, etc.
- ✓ Na análise de novos investimentos
- ✓ No "Valuation"

**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

<b>1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO .....</b>	<b>3</b>
--	----------

## 1- APRESENTAÇÃO e DESENVOLVIMENTO

### TRÊS FORMAS DE APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente vamos mostrar um conjunto de informações relevantes para entender as 3 formas de apresentação dos resultados:

A primeira e a segunda forma focam no fluxo de caixa. A terceira forma foca no fluxo de lucros.

- LO é a abreviação de Lucro Operacional.
- LOL é a abreviação de Lucro Operacional Líquido (depois do IR e da CSLL).
- EBIDA. É o "potencial" de caixa gerado pela operação. Não leva em consideração, além da depreciação, os juros do capital de Bancos e assemelhados.
- FCO é a abreviação de Fluxo de Caixa Operacional. É o quanto a operação gera de caixa para pagar o serviço da dívida (juros mais amortização do principal) e remunerar os acionistas.
- O Custo do Capital (custo médio ponderado do capital) considerado neste exemplo é de 15% ao ano.
- O Custo de Capital apresentado na "Segunda Forma" representa o valor equivalente a \$8.000 distribuído ao longo de 5 anos. Ou seja, investir \$8.000 requer um retorno anual de, no mínimo, \$2.387 por ano a uma taxa de juros de 15% ao ano conforme citado.
- O CVA (Cash Value Added) apresentado na "Segunda Forma" representa o caixa excedente. Ou seja, é aquela parcela da geração de caixa operacional (EBIDA) que excede o retorno mínimo exigido pelos investidores de capital, que é de \$2.387, já explicado no item anterior.
- O Custo de Capital apresentado na "Terceira Forma" é justificado da seguinte forma:
  - \$1.200 no ano 1: 15% do investimento bruto de \$8.000
  - \$960 no ano 2: 15% do investimento líquido de \$6.400
  - \$720 no ano 3: 15% do investimento líquido de \$4.800
  - \$480 no ano 4: 15% do investimento líquido de \$3.200
  - \$240 no ano 5: 15% do investimento líquido de \$1.600

- O investimento diminui \$1.600 anualmente (\$8.000, \$6.400, etc.). Equivale à parcela da depreciação embutida no custo, que não é 15% do investimento líquido de \$8.000 desembolsável, e que o fluxo de caixa (FCO) considera distribuída para os acionistas.
- O EVA apresentado na "Terceira Forma" é o resultado econômico. Lucro Operacional menos o custo dos capitais empregados na operação. O conceito e a prática do EVA constam em diversos Up-To-Dates anteriores.

O exemplo que irá suportar toda a apresentação do conteúdo deste Up-To-Date considera uma empresa com um ciclo de vida de cinco anos.

A estabilidade das receitas, inexistência de valor residual, etc. visam simplificar o texto, não sacrificando em qualquer momento a proposta de conteúdo.

Recomendamos aos leitores que analisem cada uma das formas de apresentação dos resultados, recorrendo ao texto da página 2 e início desta para eliminar as dúvidas existentes.

## Primeira Forma

ITENS	ANOS					
	0	1	2	3	4	5
Vendas		\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000
(-) Impostos		(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)
(-) Custos		(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)
(-) Despesas		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(-) Depreciação		(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)
(=) LO		\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400
(-) IR/CSLL		(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)
(=) LOL		\$980	\$980	\$980	\$980	\$980
(+) Depreciação		\$1.600	\$1.600	\$1.600	\$1.600	\$1.600
(=) EBIDA		\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580
(-) Investimento	(\$8.000)					
(=) FCO	(\$8.000)	\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580

## Segunda Forma

ITENS	ANOS					
	0	1	2	3	4	5
Vendas		\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000
(-) Impostos		(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)
(-) Custos		(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)
(-) Despesas		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(-) Depreciação		(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)
(=) LO		\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400
(-) IR/CSLL		(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)
(=) LOL		\$980	\$980	\$980	\$980	\$980
(+) Depreciação		\$1.600	\$1.600	\$1.600	\$1.600	\$1.600
(=) EBIDA		\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580	\$2.580
(-) Custo do Capital		(\$2.387)	(\$2.387)	(\$2.387)	(\$2.387)	(\$2.387)
(=) CVA		\$193	\$193	\$193	\$193	\$193

## Terceira Forma

ITENS	ANOS					
	0	1	2	3	4	5
Vendas		\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000	\$10.000
(-) Impostos		(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)	(\$1.000)
(-) Custos		(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)	(\$4.000)
(-) Despesas		(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)	(\$2.000)
(-) Depreciação		(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)	(\$1.600)
(=) LO		\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400	\$1.400
(-) IR/CSLL		(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)	(\$420)
(=) LOL		\$980	\$980	\$980	\$980	\$980
(-) Custo do Capital		(\$1.200)	(\$960)	(\$720)	(\$480)	(\$240)
(=) EVA		(\$220)	\$20	\$260	\$500	\$740

Agora iremos responder à principal pergunta deste texto:

"A avaliação de um negócio deve de basear em fluxo de caixa ou fluxo de lucro?"

"Onde e como utilizar uma ou outra abordagem?"

#### NA ANÁLISE DO RESULTADO MENSAL, TRIMESTRAL, ETC.

**Opção Mais Usual:** Analisar o fluxo de lucros da "Terceira Forma". Observar a métrica EVA. O EVA "captura" o verdadeiro lucro, deduzindo das vendas todos os custos da operação e todos os custos do capital empregado, de terceiros e do acionista. O mês com bom desempenho econômico é aquele onde há lucro econômico (EVA positivo). Melhor ainda se o EVA mensal for, além de positivo, crescente.

**Opção Menos Usual (mas também válida):** Analisar o fluxo de caixa da "Segunda Forma". Observar a métrica CVA. O CVA "captura" a verdadeira geração de caixa, deduzindo das entradas pelas vendas todos os desembolsos de custo da operação e todos os custos do capital empregado, de terceiros e do acionista. O mês com bom desempenho econômico é aquele onde há caixa adicionado (CVA positivo). Melhor ainda se o CVA mensal for, além de positivo, crescente.

O fluxo de caixa da "Primeira Forma" deve ser desconsiderado. O FCO mostra o fluxo e a geração de caixa proveniente da operação da base de ativos, mas não leva em consideração o Custo do Capital empregado para suportar a referida base de ativos.

#### NA ANÁLISE DE UM NOVO INVESTIMENTO

**Opção Mais Usual:** Analisar o fluxo de caixa da "Primeira Forma". Utilizar a métrica VPL (Valor Presente Líquido). É a diferença, a valor presente, entre o fluxo de caixa das entradas menos o fluxo de caixa das saídas.

VPL	=	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	-	\$8.000	=	\$649
		1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>				

**Opção menos usual (mas também válida):** Analisar o fluxo de caixa da "Segunda Forma". Se descontarmos o CVA constante de \$193 a uma taxa de 15% ao ano, também chegaremos a VPL de \$649.

VPL	=	\$193	+	\$193	+	\$193	+	\$193	+	\$193	=	\$649
		1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>		

**Opção menos usual (mas também válida):** Analisar o fluxo de lucros da "Terceira Forma". Se descontarmos o EVA a uma taxa de 15% ao ano, também chegaremos a VPL de \$649.

VPL	=	-	\$220	+	\$20	+	\$260	+	\$500	+	\$740	=	\$649
			1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>		

### NO "VALUATION"

**Opção Mais Usual:** Analisar o fluxo de caixa da "Primeira Forma". Utilizar a métrica FCD (Fluxo de Caixa Descontado). É o valor presente do FCO constante de \$2.580.

Valuation	=	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	+	\$2.580	=	\$8.649
		1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>		

**Opção menos usual (mas também válida):** Analisar o fluxo de caixa da "Segunda Forma". Se descontarmos o CVA constante de \$193 a uma taxa de 15% ao ano, e somarmos ao investimento de \$8.000, também chegamos ao Valuation de \$8.649

Valuation	=	\$193	+	\$193	+	\$193	+	\$193	+	\$193	+	\$8.000	=	\$8.649
		1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>				

**Opção menos usual (mas também válida):** Analisar o fluxo de caixa da "Terceira Forma". Se descontarmos o EVA a uma taxa de 15% ao ano, e somarmos ao investimento de \$8.000, também chegamos ao Valuation de \$8.649

Valuation	=	-	\$220	+	\$20	+	\$260	+	\$500	+	\$740	+	\$8.000	=	\$8.649
			1,15		1,15 <sup>2</sup>		1,15 <sup>3</sup>		1,15 <sup>4</sup>		1,15 <sup>5</sup>				