

“VALUATION” PELO FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL OU O DO ACIONISTA? (a palavra final)



- ✓ É mais adequado avaliar uma empresa descontando o fluxo de caixa da operação ou o do acionista?
- ✓ Como fazer para que os valores obtidos pelos dois métodos coincidam?

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.**

EXEMPLO

A Cia Alfa está adquirindo 100% do controle acionário da Cia Beta.

O fluxo de caixa projetado para a Cia Beta é o seguinte:

Projeção do FC	Anos			
	1	2	3	4 em diante
FCO	\$1.000	\$2.000	\$3.000	\$4.000
(-) Juros	(\$600)	(\$600)	(\$600)	(\$600)
(=) FCA	\$400	\$1.400	\$2.400	\$3.400

- Estrutura de capital da Cia Beta:
 - Dívida: \$5.000
 - Patrimônio Líquido: \$5.000
 - Total do capital empregado: \$10.000
 - Custo da Dívida: 12% ao ano, líquido do benefício fiscal.
 - Custo do Patrimônio Líquido (Capital do Acionista): 20% ao ano.
 - CMPC (Custo Médio Ponderado do Capital): $\$5.000/\$10.000 \times 0,12 + \$5.000/\$10.000 \times 0,20 = 16\%$ ao ano.

Considerações gerais sobre a projeção do fluxo de caixa (FC) da Cia Beta:

- Foram assumidas algumas simplificações, sem que nenhuma delas comprometesse o conteúdo que pretendemos passar.
- O fluxo da caixa (FC) da Cia Beta foi projetado para 3 anos. Do ano 4 em diante assume-se uma perpetuidade.
- FCO significa Fluxo de Caixa Operacional. O FCO reflete a geração de caixa obtida pela gestão do ativo operacional, ajustada por depreciações, amortizações, IR/CSLL, investimento em capital de giro e fixo.
- FCA significa Fluxo de Caixa do Acionista. É o FC que fica 100% à disposição dos acionistas, pois já considera o pagamento dos juros da dívida.
- Os Juros de \$600 equivale a 12% da Dívida de \$5.000. Assume-se que somente os Juros serão pagos. O principal será permanentemente renovado.
- Assumiu-se na data base uma Caixa mais Aplicações Financeiras de zero.

A Cia Alfa entende com todo o discernimento que o FCA do acionista lhe pertence.

Para determinar o VEA, valor da empresa para o acionista, a Cia Alfa precisa descontar o FCA da Cia Beta pelo custo de capital do acionista de 20% ao ano.

$$\text{VEA} = \frac{\$400}{1,20} + \frac{\$1.400}{1,20^2} + \frac{\$2.400}{1,20^3} + \frac{\$3.400/0,20}{1,20^3}$$

$$\text{VEA} = \$12.532$$

A última coluna calcula a perpetuidade (\$3.400/0,20). Como a perpetuidade começa no ano 4, seu valor presente está no ano 3. Finalmente o valor da perpetuidade é trazido para a data base (zero) descontado por 3 períodos.

Um consultor calculou o VEA da Cia Beta, valor da empresa para o acionista, da maneira clássica, aquela seguida por 10 em cada 10 consultores.

Em primeiro lugar o consultor calculou o VE da Cia Beta, valor da empresa, descontando o FCO pelo CMPC.

$$\text{VE} = \frac{\$1.000}{1,16} + \frac{\$2.000}{1,16^2} + \frac{\$3.000}{1,16^3} + \frac{\$4.000/0,16}{1,16^3}$$

$$\text{VE} = \$20.287$$

Em segundo lugar o consultor calculou o VEA da Beta, diminuindo do VE a Dívida.

$$\text{VEA} = \$20.287 - \$5.000 = \$15.287$$

A Cia Alfa teve sua atenção chamada por 3 aspectos:

- O VEA da Cia Beta calculado pelo consultor foi maior (\$15.287 contra \$12.532).
- Os 2 métodos se baseiam no desconto do fluxo de caixa. O fluxo de caixa projetado da Cia Beta é o mesmo. Portanto, os 2 métodos deveriam conduzir ao mesmo VEA.
- A intuição da Cia Alfa indicava que o valor do VEA da Cia Beta de \$12.532 deveria ser o mais adequado, pois estava ancorado no desconto do FCA ao custo de capital do acionista de 20% ao ano. É uma prática aparentemente irrefutável.

Para tentar esclarecer o assunto, a Cia Alfa contratou um segundo consultor para calcular o VEA da Cia Beta,

- Em primeiro lugar o novo consultor calculou o VE da Cia Beta descontando o FCO pelo custo de capital do acionista de 20% ao ano, e não pelo CMPC de 16% ao ano como fez o primeiro consultor.
- O raciocínio foi o seguinte. Qual o valor da Cia Beta caso sua dívida fosse de zero. Neste caso, o FCO seria igual ao FCA, pois não haveria juros.

$$VE = \frac{\$1.000}{1,20} + \frac{\$2.000}{1,20^2} + \frac{\$3.000}{1,20^3} + \frac{\$4.000/0,20}{1,20^3}$$

$$VE = \$15.532$$

- Porém, como a Cia Beta tem uma dívida de \$5.000, em segundo lugar foi subtraído do VE de \$15.532 o valor da dívida.

$$VE = \$15.532 - \$5.000 = \$10.532$$

- Em terceiro lugar o novo consultor fez o último ajuste: ao contratar a dívida de \$5.000, a companhia Beta está trocando um capital que poderia custar 20% ao ano (do acionista), por um capital que custa 10% ao ano (da dívida).
- Portanto, há um ganho econômico na dívida para o acionista calculado da seguinte maneira:

$$\text{Ganho na Dívida} = \text{Valor Contábil da Dívida} - \text{Valor de Mercado da Dívida}$$

O valor de mercado da dívida (VMD) é calculado da seguinte maneira:

$$VMD = \frac{\$600}{0,20} = \$3.000$$

Portanto,

$$\text{Ganho na Dívida} = \$5.000 - \$3.000$$

Finalmente temos,

$$VE = \$15.532 - \$5.000 + \$2.000 = \$12.532$$

Os 2 métodos fecharam num VEA de \$12.532, quer descontando o FCO, quer descontando o FCA.