

Estimando o fluxo de caixa¹

A estimativa do fluxo de caixa gerado por uma empresa pode ser obtida a partir de ajustes no lucro apurado pela contabilidade pelo regime de competência. Para passar de lucros a fluxo de caixa, devem ser levadas em consideração as necessidades de investimentos futuros, tanto em capital de giro quanto em ativos fixos, que irão gerar crescimento futuro.

Deficiências no lucro contábil

A avaliação de projetos de investimento, assim como a avaliação da empresa como um todo, deve sempre ser pautada nas projeções de caixa que se espera obter com o projeto ou empresa. O lucro contábil é uma medida arbitrária e que possui algumas limitações para fins de análise financeira². A seguir apresentamos as principais delas.

Regime de competência

De acordo com esse princípio contábil, as despesas e receitas não tem vinculação com o caixa. As receitas são reconhecidas no momento da venda e não no momento do recebimento do caixa e as despesas são lançadas na demonstração de resultados quando incorridas e não quando pagas. Isso causa um desvinculação entre lucro e caixa.

O valor do dinheiro no tempo é ignorado

O lucro anual é calculado pela soma dos lucros de cada um dos meses do ano, sem levar-se em consideração o valor do dinheiro no tempo. Assim, o lucro de janeiro e o lucro de dezembro são somados sem nenhum ajuste pela inflação, por exemplo, que pode ter alterado consideravelmente o poder aquisitivo da moeda.

Lançamento como despesa de gastos que poderiam ser capitalizados

Por possuir um elevado grau de incerteza com relação à recuperabilidade futura, gastos com pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, propaganda e publicidade e treinamento dos funcionários são considerados despesas pela contabilidade. No entanto, há uma corrente de financistas que defende que esses gastos deveriam ser ativados no balanço patrimonial da empresa.

Despesas financeiras

A contabilidade considera as despesas financeiras como despesas operacionais. Do ponto de vista de análise financeira, as despesas financeiras advém da escolha (ou necessidade) da empresa se financiar com capital de terceiros (dívidas) ao invés de capital próprio (patrimônio

¹ Recomenda-se a leitura do capítulo 3 do livro Avaliação de Empresas, de Aswath Damodaran.

² Como sugestão de leitura, indica-se o livro: Rappaport, A. Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

líquido). No entanto, como a contabilidade não considera o custo do capital próprio como uma despesa operacional, da mesma forma, não deveria considerar o custo do capital de terceiros como uma despesa operacional.

Gerenciamento de resultados

Algumas empresas utilizam-se daquilo que ficou conhecido como “gerenciamento de resultados” ou “lucros administrados”. Em linhas gerais, esse procedimento consiste no uso de técnicas de alocações contábeis com o objetivo de divulgar lucros que superem a estimativas dos analistas. Dentre essas técnicas podem ser citadas a mudança do critério de alocação dos custos indiretos, mudanças das taxas de depreciação, alterações nos métodos de controle de estoques, antecipação de receitas, alocação de despesas no ativo, vendas de ativos, mudanças nas estimativas de provisões e uso de reservas, entre outros.

Fluxo de caixa da empresa

O fluxo de caixa da empresa é aquele que remanesce após o pagamento de todas as despesas operacionais e tributos, após o reinvestimento em capital de giro e ativos fixos, mas antes que sejam feitos quaisquer pagamentos aos detentores de direitos (acionistas e credores). Os fluxos de caixa da empresa são os fluxos de caixa de todos os detentores da empresa, ou seja, os credores e os acionistas.

Ajustes necessários no lucro para se obter o fluxo de caixa da empresa:

- Depreciação e amortização: apesar de serem despesas que reduzem a base de cálculo do imposto de renda, elas não representam saída de caixa. Por isso, seu valor deve ser adicionado ao lucro para se obter o valor do fluxo de caixa da empresa.
- Desembolsos de capital: representam os investimentos que devem ser feitos em ativos fixos para manter/ampliar a capacidade de geração de fluxos de caixa futuros para a empresa.
- Necessidades de capital de giro: aumentos no capital de giro representam saídas de caixa enquanto reduções no capital de giro representam entradas de caixa.

Obtenção do fluxo de caixa livre para a empresa

Receita bruta

(-) Despesas operacionais

(=) Lucro antes os juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA)
Earnings before interests, tax, depreciation and amortization (EBITDA)

(-) Depreciação e amortização

(=) Lucro antes dos juros e impostos (LAJI)
Earnings before interests and tax (EBIT)

(x) 1 – Alíquota de imposto de renda

(+) Depreciação e Amortização

(=) Fluxo de caixa das operações
Free operating cash flow

(-) Desembolsos de capital – ativos fixos (CAPEX) (líquido de depreciação)

(+/-) Variação no capital de giro

(=) Fluxo de caixa da empresa

Valor residual

O valor residual de um investimento representa os fluxos de caixa líquido que a empresa terá após o encerramento do projeto. Entra nesse cálculo o valor de venda dos equipamentos, móveis e outros imobilizados, os valores a receber e outros itens do capital de giro, assim como os gastos com a remoção dos ativos.

EXERCÍCIO

A soma dos ativos imobilizados da empresa totalizou \$ 650.000,00. A depreciação se dá pelo método da linha reta pelo prazo de 10 anos, sem valor residual (por simplificação, admita que todos os ativos tenham a mesma vida útil).

A soma dos passivos onerosos da empresa foi de \$ 460.000,00. A taxa média de captação da empresa foi de 18,5% ao ano. Como o prazo médio de devolução dos empréstimos é de 5 anos, a empresa teve de quitar 20% do total da dívida no ano. Houve uma nova captação de dívida no valor de \$ 300.000,00 no final do ano.

As despesas operacionais somaram \$ 80.000,00 no ano. A alíquota de imposto de renda da empresa é de 25% e a contribuição social é de 9%.

Como a empresa está no estágio de crescimento acelerado no seu ciclo de vida, os desembolsos de capital para a compra de ativos fixos é o dobro do valor da depreciação dos imobilizados.

A empresa precisou investir \$ 123.000,00 líquidos no seu capital de giro durante o ano, basicamente na compra de estoques e no financiamento de clientes (vendas a prazo) que não foram financiadas pelos fornecedores.

O faturamento da empresa foi de \$ 1.200.000,00 no ano.