

ROIC acima do Custo de Capital: um critério suficiente para avaliar a atratividade de uma ação?

O **ROIC (Return on Invested Capital)** mede a rentabilidade do ativo operacional de uma empresa e é calculado pela fórmula:

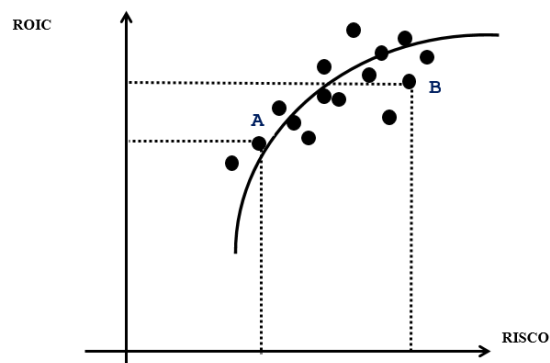
$$ROIC = \frac{NOPAT}{Ativo\ Operacional}$$

onde

$NOPAT$ (Net Operating Profit after Taxes) = Lucro Operacional Líquido = Lucro da Atividade $\times (1 - t)$

Ativo Operacional = Imobilizado + Intangível + Ativo Biológico + Investimento no giro (NCG)

Ele é amplamente utilizado para comparar a eficiência operacional de empresas dentro do mesmo setor, pois pode variar significativamente entre indústrias. Em setores de maior risco, espera-se um retorno mais alto para compensar a incerteza, resultando em um ROIC médio superior.



Empresas de baixo risco operacional e rentabilidade reduzida

Empresas de setores mais estáveis têm menor sensibilidade às oscilações do PIB, garantindo uma demanda mais previsível por seus produtos e serviços. Isso atrai investidores em busca de menor volatilidade, mas também aumenta a concorrência, pressionando preços e margens, reduzindo a rentabilidade.

Ademais, setores como **utilities** e **telecomunicações** são altamente regulados, com tarifas definidas por agências reguladoras, limitando seu potencial de rentabilidade.

Empresas de alto risco operacional e maior rentabilidade

Setores de alto risco operacional tendem a eliminar rapidamente empresas menos eficientes durante crises econômicas, reduzindo a oferta e permitindo que as sobreviventes operem com margens mais elevadas. Ademais, algumas empresas de tecnologia, por exemplo, têm baixa necessidade de ativos físicos, o que reduz o denominador do ROIC e eleva a rentabilidade.

Valor Econômico Adicionado (EVA) e a relação com o ROIC

Se o **ROIC** for maior que o **Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)**, a empresa está gerando valor para os acionistas (**EVA positivo**). Entretanto, isso é suficiente para avaliar a atratividade de uma ação?

A resposta é **não**. O ROIC é calculado com base em dados contábeis, que podem não refletir totalmente a percepção do mercado sobre a rentabilidade futura da empresa.

Uma alternativa mais voltada para o mercado é comparar o NOPAT com o **Enterprise Value (EV)**:

$$ROVE = \frac{NOPAT}{EV}$$

onde:

ROVE = Retorno sobre o Valor da Empresa

EV (Enterprise Value) representa o valor total da empresa, incluindo capital próprio a preço de mercado e dívida líquida:

Interpretação do ROVE

Um **ROVE alto** pode sugerir que a empresa está barata em relação ao seu lucro operacional, mas isso não garante que esteja subavaliada. Alguns fatores devem ser considerados:

1. Risco Operacional e Ciclicidade

- Empresas cíclicas (como siderurgia e commodities) podem apresentar um NOPAT momentaneamente alto, mas se o mercado prever uma queda devido ao ciclo econômico, o valuation (EV) baixo pode ser justificado. Durante picos de lucratividade, essas empresas parecem baratas pelo NOPAT/EV, mas se os lucros caírem, o ROVE cai.

2. Expectativa de Queda do NOPAT

- Se investidores esperam uma redução no NOPAT futuro, o EV é ajustado para baixo, tornando o múltiplo artificialmente elevado. Isso ocorre, por exemplo, em setores sujeitos à disrupção tecnológica ou a mudanças regulatórias.

3. Endividamento e Custo de Capital

- Empresas com alto endividamento e risco operacional são mais sensíveis a juros elevados, impactando o resultado líquido e o fluxo de caixa futuro. Um **ROVE alto pode indicar risco elevado**, e não necessariamente uma pechincha no mercado.

Por outro lado, um **ROVE baixo** sugere que o mercado está atribuindo um valor elevado à empresa em relação ao seu lucro operacional líquido atual. Para justificar essa precificação, os investidores podem estar antecipando:

1. **Crescimento significativo do NOPAT nos próximos anos;**
2. **Ativos estratégicos valiosos**, como tecnologia, marca forte ou vantagem competitiva;
3. **Baixo risco e custo de capital reduzido**, tornando os fluxos de caixa futuros mais valiosos.

Se o crescimento esperado não se concretizar, a empresa pode estar sobrevalorizada, levando a uma correção no preço das ações. Caso contrário, se o NOPAT crescer conforme projetado, o **ROVE tende a se manter ou aumentar**, justificando a avaliação atual.

Conclusão

Embora um ROIC superior ao custo de capital indique criação de valor, ele não é suficiente para determinar a atratividade de uma ação. O **ROVE (NOPAT/EV)** fornece uma perspectiva mais alinhada ao mercado, mas também deve ser analisado com cautela, considerando fatores como risco operacional, ciclo econômico, expectativas de crescimento e estrutura de capital.

Em suma, a avaliação de uma empresa deve ir além de métricas isoladas e considerar um conjunto abrangente de fatores qualitativos e quantitativos.

Luiz Guilherme Aboim

Economista e professor convidado do Coppead/UFRJ, FGV e Faculdade HUB

Sócio fundador da ConfianceTec

Sócio fundador da Escola de Finanças Aboim