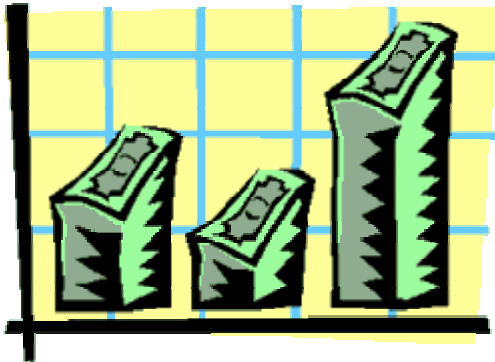


# O QUE É CFROI – CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT



- Métricas de Retorno
- Os direcionadores do retorno total do acionista -TSR
- O CFROI passo a passo

## Francisco Cavalcante(f\_c\_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- É 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 e compra e venda de participações acionárias.
- O consultor Francisco Cavalcante já 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.

## Paulo Dragaud Zeppelini(f\_c\_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas com MBA em finanças pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC.
- Executivo financeiro com carreira desenvolvida em instituições financeiras do segmento de mercado de capitais. Atualmente é consultor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos.

## ÍNDICE

|   | PÁG |
|---|-----|
| ◆ APRESENTAÇÃO  | 03  |
| ◆ OS DIRECIONADORES DO RETORNO TOTAL DO ACIONISTA - TSR | 04  |
| ◆ MÉTRICAS DE RETORNO                                   | 05  |
| ◆ CFROI – PASSO A PASSO                                 | 10  |

## APRESENTAÇÃO

Como saber se está havendo ou não criação de valor? Para tal fim, a empresa deve estar dotada de métricas focadas na maximização do valor para o acionista. Essas métricas não passam de “fórmulas matemáticas” que irão responder às seguintes questões:

O retorno obtido é maior que o custo de capital?

O retorno está melhorando?

Há oportunidades de crescimento através de investimentos?

O potencial de crescimento está refletido no preço da ação?

Existem inúmeras métricas utilizadas para medir a criação de valor. A diferença consiste, basicamente, na abrangência de informações que essas métricas utilizam e em sua precisão técnica, fatores que fazem com que sejam mais ou menos correlacionadas com o TSR (Total Shareholder Value) ou retorno real do acionista. Quanto mais abrangentes, maior será essa correlação. Entretanto, é importante lembrarmos que não estamos descartando as métricas menos abrangentes. O importante é que cada empresa utilize métricas adequadas a ela. Por exemplo, empresas menos sofisticadas financeiramente devem iniciar o processo de mensuração de valor com métricas menos abrangentes, e utilizá-las como alavanca para a introdução de medidas mais completas.

Neste **Up-To-Date**<sup>®</sup> vamos explicar melhor uma métrica de retorno conhecida como CFROI - Cash Flow Return on Investment criada pela empresa HOLT Value Associates.

## OS DIRECIONADORES DO RETORNO TOTAL DO ACIONISTA - TSR

- O TSR é uma medida que procura capturar todas as ações e eventos que afetam o desempenho de uma empresa. O TSR deve ser comparado com o retorno do mercado em geral ou com o retorno dos seus pares (concorrentes), de forma a filtrar fatores macroeconômicos ou ciclos setoriais.
- O retorno e o crescimento dos ativos são os dois direcionadores do ganho de capital. As empresas que estão gerando altos retornos sobre o seu capital investido (acima da taxa requerida de retorno) obtêm aumentos no preço da ação quando são capazes de investir mais capital à esses altos retornos.
- O terceiro direcionador é o fluxo livre de caixa, que no nível da empresa, serve para pagar dividendos, recomprar ações ou reduzir endividamento, alternativas que aumentam o desempenho do TSR.

## MÉTRICAS DE RETORNO

O ROI(Return on Investment) representa o retorno obtido sobre o investimento realizado. O problema é que a precisão no cálculo do retorno sobre o investimento varia muito. Há muitas distorções em potencial nos cálculos de retorno e cada uma das métricas utilizadas para medir o ROI utiliza premissas diferentes para chegar a um determinado valor. De forma geral, as distorções acontecem em função do que foi incluído ou excluído no numerador e no denominador da medida calculada. Desta forma, fatores como leasings, ágio de compra, inflação, depreciação acumulada, contabilização de estoques etc podem provocar distorções.

Apesar do interesse nas medidas de retorno é importante destacar que a evolução do ROI é mais importante do que seu nível absoluto. Ou seja, um ROI crescente é mais importante do que um valor absoluto elevado em determinado ano.

De forma geral o que queremos das métricas de retorno é uma indicação exata de quando os retornos estão melhorando, comparações precisas com o custo de capital e comparações com outras empresas e setores com a finalidade de identificar o potencial para melhoria ou manutenção dos níveis de ROI. Evidentemente, se as métricas de retorno são calculadas usando informações distorcidas teremos sinais errados e que comprometerão o processo decisório, a remuneração de executivos etc.

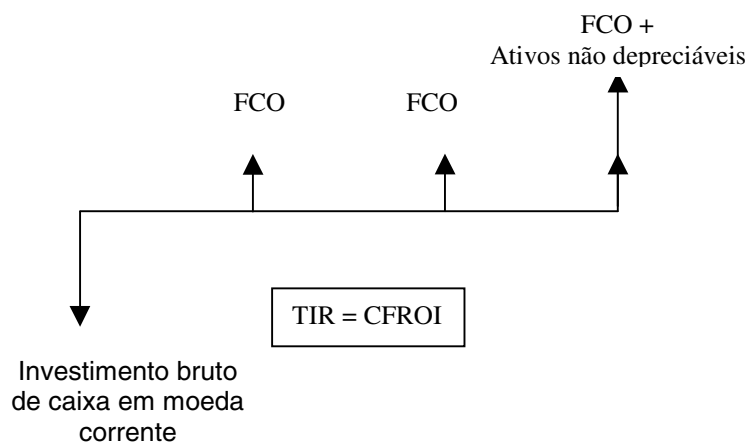
Outra observação importante é que muitas empresas possuem um processo bem desenvolvido para avaliar a TIR ou o VPL de novos projetos de investimentos mas não mostram o mesmo empenho para analisar os negócios atuais. Entretanto, o desempenho dos negócios existentes é, na maioria dos casos, o direcionador ou "driver" mais importante para a criação de valor para o acionista.

ROI é um termo genérico de diferentes métricas que mostram a eficiência de um negócio em gerar lucros ou fluxo de caixa em relação ao capital empregado.

## CFROI - CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT

O CFROI representa o fluxo de caixa gerado pela empresa em um determinado ano como uma porcentagem do caixa investido nos ativos utilizados pela empresa.

Tanto o fluxo de caixa quanto o caixa investido são expressos em moeda atual. Podemos, então, dizer que o CFROI representa, em sua essência, a TIR média obtida neste ano nos investimentos existentes. Vamos visualizar o que acabamos de mencionar:

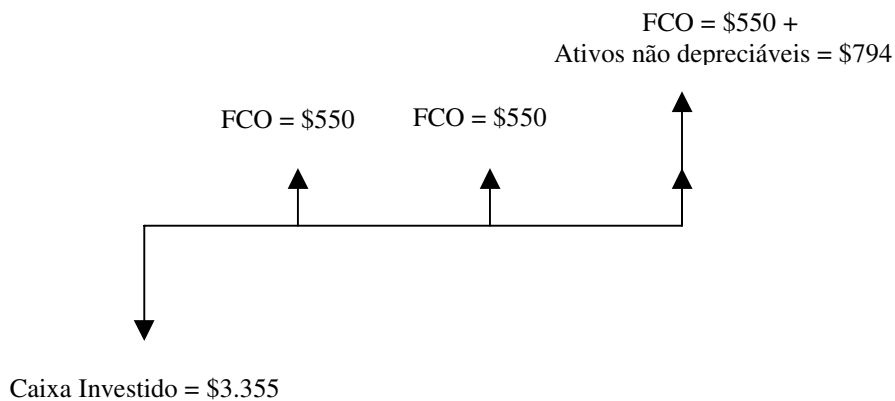


Portanto, em sua essência, o CFROI é um cálculo de taxa interna de retorno que envolve quatro elementos:

- O CFROI converte lucros contábeis em fluxo de caixa (ou seja, o caixa gerado antes do investimento de capital).
- Considera o valor em base caixa total (em moeda corrente) investido em um negócio para produzir os fluxos de caixa, e não com valores contábeis depreciados.
- Reflete a vida ao longo da qual o fluxo de caixa será produzido pelos ativos, seja através da subtração de uma "depreciação econômica" ou através do cálculo da TIR sobre uma vida de ativos finita.
- O quarto elemento é o valor dos ativos não depreciáveis

Para chegarmos ao valor do CFROI, basta calcularmos a taxa interna de retorno (TIR) na figura acima demonstrada, considerando como valor inicial o caixa investido e como valor final o último fluxo de caixa somado aos ativos não depreciáveis.

Consideremos o seguinte exemplo:



Se realizarmos os cálculos, chegaremos a uma TIR de 12,52% para esse projeto. Esse é o valor do CFROI da empresa.



Como já havíamos mencionado ao introduzir o conceito de retorno sobre o investimento, o importante não é o valor absoluto dessas métricas e sim se elas estão crescendo ou diminuindo ao longo do tempo. Devemos, portanto, compará-las com os dados históricos. Assim poderemos observar se esse valor encontrado de 12,52% para o CFROI é um número positivo ou negativo para a empresa. Se ele for menor do que os anteriores, a empresa estará destruindo valor. Caso contrário, estará criando valor para o acionista.

**O CFROI é uma métrica econômica do desempenho de uma empresa que reflete a TIR média implícita no conjunto de projetos de investimentos existentes**

## CFROI –PASSO A PASSO

1. Converter lucros contábeis em fluxo de caixa (caixa gerado antes dos investimentos de capital)

|   |  |
|---|--|
| = | Lucro Líquido após IR                              |
| + | Depreciação e amortização                          |
| + | Despesas Financeiras Líquidas                      |
| + | Despesas de Aluguel, operacionais                  |
| + | Correção monetária nos estoques e itens monetários |

2. Calcular o caixa total investido (em valores correntes) na empresa.

|   |  |
|---|--|
| = | Ativo Total (contábil)                       |
| + | Depreciação acumulada                        |
| + | Correção monetária do ativo permanente bruto |
| + | Leasing operacional capitalizado             |
| - | Passivos "espontâneos"(sem custo explícito)  |
| - | Goodwill                                     |

3. Calcular a vida útil dos ativos (Ativo Permanente / Depreciação)
4. Calcular os ativos não depreciáveis

|   |                            |
|---|----------------------------|
| = | Terrenos                   |
| + | Capital Circulante Líquido |

5. Calcular a TIR
6. Caso o CFROI(ou a TIR) seja superior ao custo médio real de capital, a empresa gerou valor naquele ano. Caso contrário, destruiu valor.

#### Observações Importantes

- Ao converter informações contábeis em moeda corrente base caixa dois ajustes importantes são: a) todos os ativos envolvidos na geração do fluxo de caixa são reconhecidos (portanto todos os leasings operacionais são capitalizados); b) todos os ativos são considerados em moeda corrente equivalente, ou seja, o investimento histórico relevante antes da dedução da depreciação acumulada é expresso em termos de moeda corrente.
- O CFROI supõe que o fluxo de caixa será gerado no decorrer da vida normal dos ativos utilizados.
- O cálculo do CFROI não assume mudança futura na relação entre o fluxo de caixa e o total de ativos, uma vez que é uma medida de desempenho atual.
- O modelo reconhece que no longo prazo, a competição forçará as empresas a voltar aos níveis de rentabilidade e crescimento médios. Nos livros sobre o assunto o leitor encontrará referência a este assunto como "metodologia de convergência do fluxo de caixa". Desta forma, com a finalidade de prever realisticamente o fluxo de caixa para um horizonte mais amplo, o modelo incorpora um pressuposto de ajuste tanto para o nível do CFROI quanto para o crescimento real dos ativos.

Em futuros **Up-To-Dates**<sup>®</sup> teremos a oportunidade de examinar com mais detalhes o CFROI, verificar suas vantagens e mostrar com mais detalhes os cálculos envolvidos na sua utilização.