



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
MBA EM FINANÇAS E GESTÃO DE RISCO

Avaliação de Empresas: estudo de caso das Lojas Renner

DAYANNA CRISTINA MADEIRA TEIXEIRA WERNECK

DRE: 112148019

ORIENTADOR: MARCO ANTÔNIO CUNHA DE OLIVEIRA

JULHO 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
MBA EM FINANÇAS E GESTÃO DE RISCO

Avaliação de Empresas: estudo de caso das Lojas Renner

DAYANNA CRISTINA MADEIRA TEIXEIRA WERNECK

DRE: 112148019

ORIENTADOR: MARCO ANTÔNIO CUNHA DE OLIVEIRA

JULHO 2013

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.

Dedico este trabalho aos meus pais, meu irmão e ao meu marido que sempre me apoiam em todas as minhas decisões e estão sempre ao meu lado em tudo. Dedico também aos Professores que tive a honra de conhecer neste Curso de Especialização, em especial ao Marco Antônio por me orientar e tanto contribuir para a minha formação.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, ao meu irmão, ao meu marido e aos meus amigos que sempre estão ao meu lado por todo o apoio que me deram e por estarem ao meu lado em todos os momentos. Agradeço também ao professor Marco Antônio por me orientar na elaboração do presente trabalho, a todo o corpo docente da Universidade Federal do Rio de Janeiro e a todo corpo discente deste MBA pela união e espírito de equipe.

RESUMO

A avaliação de empresas tem um papel fundamental em Finanças. Essa importância é dada devido à relevância que o valor tem nas organizações, seja pela sua aplicação em casos de fusões, aquisições, acompanhamento de *performance* dos gestores, avaliação de investimentos, dentre outros motivos. Um setor importante da economia brasileira é o setor do comércio, neste setor podem-se destacar as Lojas Renner que atua no mercado varejista de vestuário e acessórios. A empresa vem apresentando um bom crescimento econômico nos últimos anos e é tema deste trabalho de conclusão de curso. A pesquisa apresentada no trabalho busca encontrar um valor justo para as ações da empresa, para isso o estudo apresenta os principais métodos de avaliação de empresas e as características da mesma. Para se chegar a um preço justo da ação foi utilizado o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Os resultados apontam o valor de R\$ 71,96 por ação das Lojas Renner. Este preço de mercado encontra-se valorizado em relação ao preço justo estimado.

Palavras-chave: finanças, avaliação de empresas, fluxo de caixa descontado, Lojas Renner.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	9
1. REFERENCIAL TEÓRICO	
1.1 Definição de valor.....	11
1.2 Avaliação de Empresas.....	11
1.3 Métodos de Avaliação de Empresas.....	12
1.3.1 Avaliação por múltiplos.....	12
1.3.1.1. Índice Preço/Lucro.....	13
1.3.1.2. Índice Preço/Valor Contábil.....	14
1.3.1.3. Índice Preço/Vendas.....	14
1.3.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	15
1.3.2.1. Fluxos de caixa.....	16
1.3.2.2. Taxa de desconto.....	17
1.3.2.2.1 Custo do Capital Próprio.....	17
1.3.2.2.2 Custo Médio Ponderado de Capital.....	19
1.3.2.3. Perpetuidade.....	20
1.3.2.4. Taxa de crescimento.....	21
1.3.3 Avaliação pela Teoria de Opções Reais.....	22
2. METODOLOGIA	
2.1 Escolha do método a ser utilizado.....	23
2.2 Descrição das variáveis de pesquisa.....	23
2.2.1 Fluxos de caixa descontados.....	23
2.2.2 Taxa de desconto.....	23
2.2.3 Relatórios financeiros.....	24
2.3 Delineamento da pesquisa.....	24
2.4 Período de realização da pesquisa.....	25
3. AVALIAÇÃO DAS LOJAS RENNER	
3.1 Empresa.....	26
3.1.1 Missão e valores.....	27
3.1.2 Produtos.....	27
3.1.3 Mercado consumidor.....	27
3.1.4 Evolução do desempenho.....	28
3.1.5 Concorrência.....	28
3.2 Avaliação da Empresa.....	28
3.2.1 Fluxo de caixa.....	29
3.2.1.1. Receita líquida da Lojas Renner.....	30
3.2.1.2. Custos dos produtos vendidos.....	30
3.2.1.3. Despesas com vendas.....	30
3.2.1.4. Despesas administrativas.....	31
3.2.1.5. Outras despesas operacionais.....	31
3.2.1.6. Depreciação.....	31
3.2.1.7. Capex.....	32
3.2.1.8. Investimento em capital de giro.....	32

3.2.2 Custo do capital próprio.....	33
3.2.2.1. Taxa livre de risco.....	33
3.2.2.2. Prêmio de risco.....	33
3.2.2.3. Risco Brasil.....	34
3.2.2.4. Estrutura de capital.....	34
3.2.2.5. Imposto de renda.....	34
3.2.2.6. Coeficiente Beta.....	34
3.2.2.7. Aplicação do modelo CAPM.....	35
3.2.3 Custo médio ponderado de capital.....	36
3.2.3.1. Custo do capital de terceiros.....	36
3.2.3.2. Estrutura de capital.....	36
3.2.3.3. Aplicação do modelo WACC.....	36
3.2.4 Perpetuidade.....	37
3.3 Resultados.....	37
CONCLUSÃO.....	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	40

INTRODUÇÃO

Na teoria de Finanças, valor pode ser entendido como a quantia que alguém está disposto a pagar por determinado ativo ou empresa. A expressão Avaliação de Empresas tem origem no termo inglês *Valuation* que significa valor estimado ou atribuir valor.

A Avaliação de Empresas é um conceito fundamental para a administração financeira e se faz útil em diversas tarefas, tais como: análise de compra e venda de negócios, cisões e incorporação de empresas, fusões, liquidações de empreendimentos, gestão de carteiras de ativos, dissoluções de sociedades, entre outros.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), a capacidade de gerar valor é parte essencial do desenvolvimento de estratégias corporativas e empresariais sólidas. A Avaliação de Empresas fornece informações que facilitam e melhoram o processo de tomada de decisões das organizações. Sendo assim, os gestores que se concentram na geração de valor constroem empresas mais bem sucedidas, afinal o objetivo das organizações é maximizar a riqueza dos acionistas.

Existem diversos métodos de Avaliação de Empresas, mas o resultado deve ser encarado como uma estimativa, pois cada um possui suas suposições e hipóteses. Nenhum método isolado pode ser considerado perfeito e sem falhas, entretanto, existem métodos de avaliação que são considerados mais consistentes em função das premissas implícitas se revelar tecnicamente mais adequadas à qualidade das informações disponíveis e circunstâncias da avaliação.

A avaliação também depende dos objetivos e das partes avaliadoras, já que os riscos implícitos não são os mesmos para as partes que avaliarão. Por exemplo, numa determinada negociação compradores e vendedores possuem objetivos finais e conceitos de riscos

diferentes uns dos outros, pois o que pode ser considerado arriscado para um, pode não ser relevante na percepção do outro.

Diante da importância do tema Avaliação de Empresas na Teoria de Finanças, o presente trabalho tem como objetivo mensurar o valor da empresa Lojas Renner. Para alcançar tal objetivo, o trabalho foi dividido em quatro partes.

Na introdução será apresentada uma breve definição de valor, de Avaliação de Empresas, a sua aplicabilidade e importância como justificativa para o desenvolvimento deste estudo.

A teoria necessária ao desenvolvimento deste trabalho será apresentada no capítulo 1. O Referencial Teórico retoma a definição de valor, a definição de Avaliação de Empresas e apresenta os principais métodos de avaliação utilizados.

No capítulo seguinte será apresentada a metodologia e outras características do estudo. Já no capítulo 3, serão apresentados aspectos referentes às Lojas Renner e a avaliação da empresa.

Os resultados obtidos também serão mostrados no capítulo 3 e, por fim, será apresentada a conclusão do estudo.

1. REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 Definição de valor

O conceito de valor na Teoria de Finanças do ponto de vista da organização varia de autor para autor, como pode ser visto a seguir:

Segundo Póvoa (2004), o valor justo de uma empresa para os seus donos e para os acionistas, representa o que ela pode gerar de retorno no futuro expresso em valores presentes. Para isso, três pontos devem ser levados em consideração: projetar o fluxo de caixa da empresa para os próximos anos, fixar uma taxa de desconto e trazer o fluxo a valor presente utilizando a taxa definida.

Já para Assaf Neto (2008), uma empresa é geradora de valor quando remunera seus acionistas acima de suas expectativas, ou seja, quando o resultado do negócio supera a taxa de retorno exigida pelos donos do capital investido na empresa.

1.2 Avaliação de Empresas

Avaliação de Empresas é a maneira pela qual se busca estimar o valor de mercado de uma empresa. Segundo Assaf Neto (2008), a avaliação de empresas não é fundamentada como uma ciência exata, por não possibilitar comprovação absoluta dos resultados, afinal avaliar uma empresa é dar uma estimativa de quanto à empresa vale no mercado. Contudo, todos os fatores utilizados na mensuração deste valor sempre buscam retratar a realidade dentro de expectativas do avaliador.

De acordo com Damodaran (1997), a avaliação chega a valores obtidos através de modelos quantitativos sob o efeito de tendências inseridas no processo. Assim, apesar dos modelos de avaliação utilizar dados quantitativos, a avaliação não será objetiva. O ideal é que

estas tendências subjetivas sejam minimizadas, para que não se tenha uma concepção da organização antes de avaliá-la.

Ainda segundo o autor, uma avaliação é feita com base em informações específicas da empresa e do mercado. Por isso, sempre que surgirem novas informações relevantes o valor da empresa se modificará.

Com relação à aplicação da Avaliação de Empresas, ela depende do objetivo que se tem ao realizar a avaliação. Nas análises de gestão de carteiras, as avaliações são feitas em busca de oportunidade de investimento em empresas que estejam subvalorizadas ou supervalorizadas. No caso de aquisições, o comprador deve fazer a avaliação em busca de um valor justo que esteja disposto a pagar e o vendedor em busca de um preço justo que esteja disposto a vender a empresa. Já no caso de finanças corporativas, pode ser utilizada como uma forma de analisar os efeitos das decisões gerenciais no valor de mercado da empresa.

1.3 Métodos de Avaliação de Empresas

Como citado anteriormente, existe um grande número de métodos utilizados na Avaliação de Empresas. A escolha do método a ser utilizado depende do propósito do avaliador ao realizar tal avaliação, das características da empresa avaliada e da confiabilidade das informações disponíveis.

1.3.1 Avaliação por múltiplos

Segundo Damodaran (1997), a análise por múltiplos é uma forma de análise relativa, onde o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas.

Ao se utilizar este método de avaliação não está sendo observado o que determina o valor da empresa, apenas se observa a comparação dos múltiplos da empresa com o mercado

ou setor específico. O principal ponto desta abordagem é a definição de uma empresa comparável à empresa que está sendo analisada.

Ainda de acordo com Damodaran (1997), a maior vantagem dos múltiplos é a simplicidade de cálculo e rapidez. Entretanto, a análise por múltiplos deve ser criteriosa, devem ser verificados múltiplos de todas as categorias para que se tenha uma visão do todo e se evite análises distorcidas das organizações.

Outro problema encontrado ao se utilizar o método é que a utilização destes indicadores embutem erros, superavaliação e subavaliação, que o mercado possa estar cometendo na avaliação destas organizações.

A seguir são apresentados os múltiplos mais utilizados pelo mercado para a avaliação de empresas.

1.3.1.1 Índice Preço/Lucro

Damodaran (1997) afirma que o índice Preço/Lucro (PL) é o indicador mais usado na Avaliação de Empresas por múltiplos. Isto se deve ao fato de ser uma informação estatística que relaciona o preço pago aos lucros atuais e, além disso, é simples de calcular e está amplamente disponível e pode ser um substituto de algumas características da empresa, como o risco e o crescimento.

Os índices PL não devem ser considerados quando os lucros por ação forem negativos, pois a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice varie significativamente de um período para outro, por isso, em alguns casos o uso do PL pode ser problemático e não tenha significado, afinal os valores finais serão distorcidos.

1.3.1.2 Índice Preço/Valor Contábil

Para Damodaran (1997), este índice mensura a relação existente entre o preço de mercado das ações e seu respectivo valor patrimonial. A grande vantagem na utilização deste método é que quando há desconfiança por parte do investidor quanto às projeções do fluxo de caixa de uma empresa, os múltiplos de Valor Contábil ou Valor Patrimonial, fornecem um bom referencial de comparação com o preço de mercado, mesmo para empresas que possuem lucros negativos ou empresas que não pagam dividendos.

Os motivos que fazem o índice Preço/Valor Contábil variar de uma empresa para outra são: taxas de crescimento, *payout*, diferentes riscos e retorno sobre patrimônio líquido.

1.3.1.3 Índice Preço/Vendas

Este índice é considerado confiável para a avaliação entre diferentes períodos, pois não é facilmente afetado pela sazonalidade.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), outra vantagem apresentada pelo índice é a dificuldade de manipulação contábil nas receitas, uma vez que estas não dependem dos princípios contábeis adotados.

Segundo Damodaran (1997) este índice tem se tornado atraente para os analistas, pois pode ser obtido para empresas problemáticas; é mais difícil ser manipulado do que os outros dois índices; os indicadores não são tão voláteis quanto o lucro; e examinam efeito na política de preço e de outras decisões estratégicas positivas.

Como este índice não considera os custos da organização é possível se encontrar duas empresas do mesmo setor com múltiplos de receita semelhantes, mas com lucros diferentes devido à gestão dos custos.

1.3.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Assaf Neto (2008) define o Fluxo de Caixa Descontado como a metodologia que representa o valor presente de fluxos de caixa futuros de um ativo, descontados a uma taxa que represente o custo de oportunidade do investidor.

A literatura financeira tem preferência pelo método do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar empresas em função dos princípios de matemática financeira que levam em consideração o valor do dinheiro no tempo. Para Póvoa (2004), este método é o instrumento de precificação de ativo mais completo.

Damodaran (1997) ressalta que o método tem como importante característica explicitar as variáveis chaves para a formação de valor da empresa, permitindo que se faça simulação dos mais variados cenários econômicos e financeiros.

A seguinte fórmula permite calcular o valor da empresa pelo método do FCD:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t} + \frac{FC_{n+t}}{(k-g)} \times \frac{1}{(1+k)^n}$$

Onde:

V_0 é o valor presente da empresa;

FC_t é o fluxo de caixa projetado no período t ;

k é a taxa de desconto utilizada;

n é o número de períodos de previsão dos fluxos de caixa;

g é a taxa de crescimento do fluxo de caixa.

Assim, para a utilização do FCD é preciso definir os fluxos de caixa, a taxa de desconto, o valor da perpetuidade e a taxa de crescimento a serem utilizados.

1.3.2.1 Fluxos de caixa

De acordo com Assaf Neto (2008), os fluxos de caixa são as movimentações financeiras do caixa da companhia. Tais movimentações explicam, de forma analítica, a variação no saldo de disponibilidades imediatas ou das aplicações financeiras da empresa.

Póvoa (2004) afirma que é possível utilizar dois tipos de fluxos de caixa no método de Fluxo de Caixa Descontado, o Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE) e o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF). O FCFE considera os valores dos fluxos de capital próprio da empresa, logo, os valores após os pagamentos referentes ao capital de terceiros da Demonstração de Resultados.

Já o FCFF, considera os fluxos a serem distribuídos aos credores e aos acionistas da empresa, considerando assim toda a estrutura de capital.

Damodaran (1997) ainda ressalta que os fluxos podem ser nominais, quando incorporam a inflação, ou reais, quando não contemplam a inflação e verificam apenas o poder real de precificação.

Ainda de acordo com o autor, para projetar o fluxo de caixa da companhia é necessário estimar os lucros futuros de acordo com as perspectivas da empresa em termos de receitas, despesas e investimentos. Os vetores de valor da empresa devem ser identificados, estes podem ser fatores que influenciam os custos ou as receitas, e as necessidades de investimento em capital de giro e em infraestrutura.

Segundo Damodaran (1997), o Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$FCFE = LL + \Delta B + \text{Depreciação} - \text{Inv Total}$$

Onde:

LL é o Lucro Líquido;

ΔB é a variação da dívida;

Inv Total representa o investimento total, ou seja, é a soma entre o investimento em bens de capital (Capex) e o investimento em capital de giro (Inv. Cap Giro).

Já o Fluxo de Caixa Livre para a Firma é representado pela fórmula abaixo:

$$FCFF = LAJIR (1-IR) + Depreciação - Inv Total$$

Onde:

LAJIR é o lucro antes dos juros e imposto de renda;

IR é a alíquota de imposto de renda;

Inv. Total representa o investimento total (Investimento Capex + Investimento Capital de Giro).

1.3.2.2 Taxa de desconto

Para chegar ao valor presente dos fluxos de caixa é necessário se estabelecer uma taxa de desconto. De acordo com Póvoa (2004), existem duas taxas de desconto que podem ser utilizadas. O Custo do Capital Próprio (CAPM) e o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

O CAPM é utilizado quando o fluxo de caixa calculado for ao acionista. Já o WACC se aplica ao fluxo de caixa da firma.

1.3.2.2.1 Custo do Capital Próprio (CAPM)

O CAPM foi desenvolvido por SHARPE, inspirado pelos trabalhos de MARKOWITZ sobre o critério da média-variância. O modelo estipula que a taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco é linearmente ligada à taxa livre de risco e à taxa de retorno esperada da carteira do mercado.

Conforme cita Assaf Neto (2008), o cálculo do CAPM assume quatro hipóteses: a inexistência de custos de transação, a simetria de informações no mercado, a total liquidez de compra e venda nos mercados e a possibilidade de eliminar o risco de um portfólio através da diversificação.

Segundo o CAPM, o retorno esperado de um ativo é igual à soma da taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco. O prêmio é o produto da sensibilidade dos retornos do ativo em relação à carteira do mercado pela diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco.

Assim, temos a seguinte equação:

$$R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Onde:

R_s é o custo do capital próprio;

R_f é a taxa livre de risco;

β representa a exposição a risco de mercado;

R_m é o retorno esperado do mercado.

O Beta de um ativo mede a tendência de variação do mesmo em relação ao mercado, dessa forma, um Beta igual a 1 indica que o ativo tende a oscilar da mesma maneira que o mercado. Segundo Damodaran (1997), o Beta de um ativo é influenciado por algumas variáveis, como por exemplo, o Tipo de negócio, isto é, quanto maior a sensibilidade do negócio às condições de mercado, maior será o Beta; a Alavancagem operacional, isto é, empresas com alto grau de alavancagem apresentam maiores variabilidades nos lucros, resultando em retornos com maior risco e, também, pela Alavancagem Financeira, isto é, quando maior o endividamento da empresa maior o risco do negócio.

Ainda de acordo com o autor, a seguinte equação pode ser utilizada para o cálculo do

Beta:

$$\beta_L = \beta_u [1 + (B/S) (1 - IR)]$$

Onde:

β_L representa o Beta alavancado;

β_u representa o Beta desalavancado;

B/S é a proporção entre capital de terceiros e capital próprio.

1.3.2.2.2 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Damodaran (1997) define o Custo Médio Ponderado de Capital como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa, incluindo dívidas, patrimônio líquido e títulos híbridos. Os benefícios fiscais e riscos adicionais também devem ser considerados no seu cálculo.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), o WACC deve ser consistente com a forma como o fluxo de caixa é projetado. Alguns princípios devem ser seguidos, como por exemplo, ser definida em termos nominais ou em termos reais, seguindo a maneira como o fluxo de caixa foi construído; empregar valores de mercado para cada elemento financeiro quando da definição do percentual de dívida na estrutura de capital e ser sujeita as mudanças ao longo do período de projeção devido a mudanças nas expectativas de inflação, risco sistemático ou estrutura de capital.

O Custo Médio Ponderado de Capital é definido pela seguinte fórmula:

$$\text{WACC: } B/(B+S) \times R_b \times (1 - \text{Alíquota IR}) + S/(B+S) \times R_s$$

Onde:

B é o valor de mercado do capital de terceiros;

S é o valor de mercado do capital próprio;

B + S é o valor de mercado total da empresa;

R_b representa o custo do capital de terceiros;

R_s representa o custo do capital próprio;

IR é a alíquota do imposto de renda.

1.3.2.3 Perpetuidade

Para Póvoa (2004) a perpetuidade é a fase em que a empresa atinge o seu estágio máximo de produtividade, no sentido de manter em níveis estáveis suas receitas, custos e estrutura de capital.

Assim, ao se chegar a determinado ponto na projeção de fluxos, mais especificamente quando a empresa alcança a estabilidade, admite-se que a empresa terá um crescimento contínuo.

Damodaran (1997) destaca algumas formas de crescimento das organizações, como por exemplo, crescimento nulo que é o modelo no qual os fluxos se mantêm constantes infinitamente. Este não é muito aplicado já que o conceito de FCD está baseado na geração futura de valor; o crescimento constante ou Modelo de Gordon que os fluxos crescem a uma taxa constante. O autor sugere que o crescimento nulo seja utilizado em empresas que já atingiram significativa estabilidade e não pretendem ampliar o negócio. Ressalta-se que neste caso a taxa de crescimento dos fluxos não pode ser maior que a taxa estimada de crescimento da economia.

Existe também o modelo de dois períodos de crescimento, ou seja, segundo este há dois períodos de crescimento dos fluxos da empresa. No primeiro é adotado um crescimento não nulo, e no segundo adota-se um crescimento nulo ou não. Este caso é indicado para empresas

que ainda não se consolidaram no mercado e apresentam expectativas de alto crescimento num momento e depois a consolidação.

No modelo H a taxa de crescimento decresce em função do tempo até atingir um nível de crescimento estável. Também apresenta dois estágios de crescimento, mas a taxa diminui linearmente.

Por fim, o Modelo com três ou mais períodos é uma variante do modelo de dois períodos utilizado em casos onde previamente se sabe que fatos relevantes causarão alterações na taxa de crescimento da empresa.

1.3.2.4 Taxa de crescimento

Ainda segundo Damodaran (1997), há uma relação entre as taxas de crescimento passadas e as taxas de crescimento futuras esperadas.

A taxa pode ser estimada através da média das taxas passadas. Pode ser estimada através da média aritmética que é a média simples das taxas de crescimento passadas e é calculada através da divisão da soma das taxas de crescimento anuais pelo número de períodos analisados ou pela média geométrica que é uma média mais precisa do crescimento. Esta média é calculada multiplicando-se todos os valores e extraindo a raiz de índice n deste produto, onde n representa o número de períodos analisados.

Além das taxas passadas, o crescimento também é influenciado por outros fatores, como por exemplo, a variância das taxas de crescimento, isto é, a utilidade das taxas de crescimento passadas na previsão da taxa futura é inversamente proporcional à variância dessas taxas; é influenciado também pelo porte da empresa, ou seja, as taxas de crescimento passadas para empresas que cresceram significativamente em porte e lucros podem ser difíceis de sustentar no futuro; e as mudanças nas bases também podem influenciar, pois a taxa de crescimento observada é resultado da gestão desta empresa. Se a empresa realiza

alguma mudança que afete sua gestão e processo de tomada de decisões, as taxas passadas deixam de ser confiáveis para o cálculo da taxa de crescimento futura.

1.3.3 Avaliação pela Teoria de Opções Reais

O modelo de opções reais tem como base de avaliação os mesmos modelos de precificação de opções desenvolvidos para o mercado financeiro. Este método incorpora a flexibilidade que o gestor tem de adiar um investimento, expandir ou mudar de estratégia.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o modelo se torna aplicável nas seguintes situações:

- existe uma decisão de investimento sendo analisada;
- adiamentos de investimentos devido a indefinições políticas ou econômicas;
- a empresa tem sua expansão de negócios baseada em fusões e aquisições que podem ou não dar certo;
- existirão renovações ou concessões ao longo da vida da empresa;
- existirá uma correção de estratégia por parte da empresa.

O processo de avaliação por opções reais pode ser dividido em três fases: identificação de uma resposta ótima a uma mudança, determinação do valor da opção real e estruturação da empresa de modo a criar opções reais.

2. METODOLOGIA

2.1 Escolha do método a ser utilizado

Cada modelo de Avaliação de Empresas apresentado ao longo do trabalho possui suas peculiaridades, assim, não se pode dizer que existe um modelo melhor e mais correto que outro. Ressalta-se também que não existe um valor exato para cada empresa, mas sim valores referenciais.

O método escolhido para a avaliação das Lojas Renner a ser realizada neste trabalho foi o Fluxo de Caixa Descontado, já que tem sido a principal ferramenta de avaliação utilizada por grande parte dos analistas de mercado para análise de investimentos.

2.2 Descrição das variáveis de pesquisa

Foram observados três tipos de variáveis a serem utilizadas na pesquisa: o fluxo de caixa; a taxa de desconto e os relatórios financeiros.

2.2.1 Fluxo de caixa descontado

Como métodos de Fluxo de Caixa Descontado foram apresentados, no capítulo anterior, o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) e o Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE).

Para o desenvolvimento do estudo, optou-se pelo uso do FCFF.

2.2.2 Taxa de desconto

Como o fluxo de caixa escolhido para o desenvolvimento do trabalho foi o FCFF, a taxa de desconto a ser utilizada será o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

Entretanto, o CAPM deve ser calculado para ser aplicado na fórmula do WACC como o custo do capital próprio. Mas, segundo Assaf Neto (2008), a aplicação do modelo CAPM para estimação do custo de capital próprio no Brasil embute limitações que afetam o resultado final. Por esse motivo, costuma-se adotar uma metodologia que utiliza informações de mercados financeiros mais desenvolvidos, como o norte americano.

Para estimação do custo de capital próprio para o Brasil utilizando informações do mercado norte americano, além dos elementos que constituem o CAPM deve-se incluir uma taxa que reflita o risco do país (α_{BR}).

Já o coeficiente Beta será calculado com base no Beta desalavancado do setor e na estrutura de capital da empresa.

Este cálculo do CAPM resultará em uma taxa em dólar, antes de utilizar esta taxa no WACC se faz necessário trazê-la para reais através da paridade das taxas de juros.

2.2.3 Relatórios financeiros

Os relatórios financeiros utilizados foram o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultados do Exercício e o Fluxo de Caixa. Ambos foram retirados do site da empresa na Seção dos Investidores (www.lojasrenner.com.br).

Foram coletados relatórios financeiros dos últimos cinco anos, de 2008 a 2012.

2.3 Delineamento da pesquisa

O estudo buscou, de forma qualitativa, com base na literatura disponível, encontrar os principais fatores que influenciam a avaliação de empresas do setor varejista.

Segundo a literatura estudada, é preciso identificar os principais vetores de valor da empresa para realizar a projeção e aplicá-los ao método adequado de avaliação.

2.4 Período de realização da pesquisa

A pesquisa foi realizada no período de Janeiro a Julho de 2013.

3. AVALIAÇÃO DAS LOJAS RENNER

Como o mercado de varejo é muito sensível às mudanças da economia, há incertezas com relação ao seu futuro. Dessa forma, além dos dados da própria empresa, alguns fatores econômicos também influenciam o desempenho das empresas de varejo no Brasil.

3.1 Empresa

De acordo com as informações do site da empresa, www.lojasrenner.com.br, a partir do ano de 1965 a Lojas Renner entrou no mercado como uma empresa verdadeiramente independente. Antes, a empresa fazia parte do grupo A. J. Renner e comercializava somente artigos têxteis. Em 1940, ainda como integrante do grupo, a empresa ampliou seu mix de produtos e passou a operar como uma loja de departamentos.

Devido ao seu crescimento e evolução, em 1965 o grupo A. J. Renner resolveu tornar as empresas que o formavam independentes, assim nascia a Companhia Lojas Renner. Em 1967, se tornava uma empresa de capital aberto. No início da década de 90 a empresa passou por uma profunda reestruturação e começou a operar no formato de loja de departamentos especializada em moda.

Em meados de 2005 a Lojas Renner optou pela venda do controle da Companhia através da oferta pública de ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Assim, a empresa entrou no Novo Mercado da Bovespa como a primeira Companhia no país a ter seu capital pulverizado com 100% das ações em circulação.

Atualmente, com uma cultura corporativa sólida e uma gestão voltada para superar as expectativas dos clientes, a Lojas Renner é a segunda maior rede de lojas de departamentos de vestuário do Brasil.

3.1.1 Missão e valores

A missão é “ser a maior e melhor loja de departamentos das Américas para o segmento médio/alto dos consumidores com diferentes estilos, sempre com moda, qualidade, preços competitivos e excelência nos serviços prestados, encantando e inovando” (www.lojasrenner.com.br).

Alguns dos valores da empresa são: a ética, transparência, qualidade, obstinação por resultados excepcionais, satisfazer os desejos e necessidades dos clientes, assim como, superar suas expectativas e valorização dos funcionários.

3.1.2 Produtos

O mix de produtos da empresa é composto por itens de vestuário, calçados e acessórios para homens, mulheres e crianças. A empresa possui quinze marcas próprias de vestuário, uma marca própria de cosméticos, uma de calçados e uma de acessórios.

No início de 2011, as Lojas Renner anunciou a compra da empresa *Camicado Houseware*. Assim, a Companhia passará a atuar também no mercado de comércio varejista de utilidades domésticas, artigos de cama, mesa e banho e decoração.

Além disso, a empresa possui alguns produtos financeiros. O de maior destaque é o seu cartão próprio, Cartão Renner, que possibilita aos usuários da rede o parcelamento de mercadorias em até cinco mensalidades pelo preço à vista ou em prazos mais longo de oito parcelas com encargos financeiros. A empresa ainda oferece aos seus clientes os serviços de empréstimo pessoal, seguros e títulos de capitalização.

3.1.3 Mercado consumidor

O público-alvo da empresa são mulheres entre 18 e 39 anos de idade, predominantemente das classes de renda média e alta, abrangendo assim uma parte considerável da população brasileira.

3.1.4 Evolução do desempenho

Como a segunda maior rede de lojas de departamento de vestuário do país, a Lojas Renner fechou o ano de 2012 com 188 lojas Renner em operação no Brasil.

Em 2012 houve crescimento de 19,3% nas vendas totais e 20,6% de crescimento na geração de caixa operacional. Já a Receita Líquida das Vendas de Mercadorias apresentou um crescimento de 8,8% em relação ao ano anterior.

3.1.5 Concorrência

O mercado varejista é composto por grandes cadeias com escala a preços competitivos, pequenos varejistas com menor oferta de crédito e estima-se que 40% dos seus participantes trabalham na informalidade.

Dentre os principais concorrentes das Lojas Renner estão a C&A, Riachuelo, Pernambucanas e Marisa. Conforme observado no gráfico a seguir, a empresa estudada no presente trabalho tem uma participação de 16% no mercado formal.

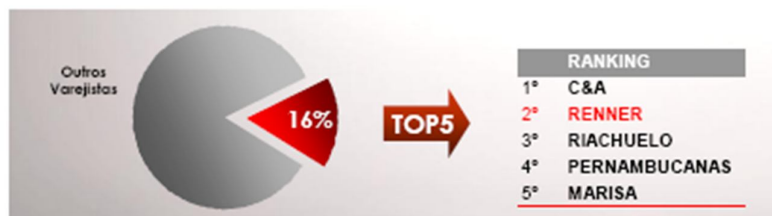


Figura 1: Participação de Mercado dos Maiores Varejistas no Mercado Formal
Fonte: Lojas Renner

3.2 Avaliação da empresa

Nas secções anteriores foram apresentadas as características da empresa, com base nesta análise, nos Demonstrativos de Resultado e Balanços Patrimoniais da empresa será concluída a avaliação da mesma. Para se projetar os dados da empresa para os próximos serão

utilizadas as informações financeiras dos anos de 2008 a 2012. Portanto, todos os dados a partir do ano de 2012 devem ser vistos como estimativas.

Conforme citado no capítulo 3 deste trabalho, a avaliação das Lojas Renner será baseada no modelo de Fluxo de Caixa Descontado utilizando o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF). O modelo será trabalhado em dois estágios, o primeiro admitindo um crescimento acima da média de mercado para os próximos cinco anos e o segundo apresentando um crescimento estável na forma de perpetuidade.

A seguir serão apresentadas as principais contas utilizadas na projeção dos fluxos de caixa e o cálculo da taxa de desconto que trará os fluxos a valores presentes.

3.2.1 Fluxo de caixa

Para o cálculo dos fluxos de caixa, serão utilizados os dados retirados dos relatórios financeiros da empresa e apresentados na tabela abaixo.

Tabela 1: Dados financeiros das Lojas Renner (R\$ milhões)

	2012	2011	2010	2009	2008
Receita Líquida	3863	3239	2751	2343	2163
CPV	1634	1396	1210	1112	1049
Desp Vendas	930	776	642	541	496
DespAdm	294	251	212	367	363
Outras Desp	354	250	209	211	23
Depreciação	133	98	76	74	62
Capex (Capital Expenditures)	382	448	152	69	137
Ativo Circulante	2497	2036	1873	1405	1106
Caixa e Aplicações	683	578	684	411	178
Passivo Circulante	1725	1060	978	997	775
Empréstimos	1310	333	559	412	449

3.2.1.1 Receita líquida das Lojas Renner

Para se estimar os valores futuros da receita da empresa foi considerada a média de Crescimento das Receitas dos últimos cinco anos. Com isso, chegou-se a conclusão de que a Receita Líquida crescerá 15,68%.

Após 2017 acredita-se que a empresa já tenha atingido o seu potencial total e entre em um crescimento estável.

3.2.1.2 Custos dos produtos vendidos

No decorrer dos últimos cinco anos o percentual da receita referente aos custos dos produtos vendidos (CPV) vem apresentando redução.

Tabela 2: Evolução do CPV/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
CPV	48,50	47,45	43,96	43,11	42,31

Será adotada a média do CPV de 44,21% da receita líquida para os próximos anos a serem projetados.

3.2.1.3 Despesas com vendas

As despesas com vendas não apresentaram grandes variações nos últimos anos em relação às vendas.

Tabela 3: Evolução das Despesas com vendas/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Desp. Vendas	22,91	23,08	23,32	23,95	24,07

Dessa forma, para os próximos anos será considerado que as despesas com vendas mantenham o percentual de 24% da receita do ano em questão.

3.2.1.4 Despesas administrativas

A evolução do percentual das despesas administrativas em função da receita da empresa é apresentada a seguir.

Tabela 4: Evolução das Despesas Administrativas/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Desp. Adm	16,76	15,65	7,70	7,74	7,61

Como o percentual das despesas está sendo reduzido, será usado o percentual de 8% da receita para os próximos anos.

3.2.1.5 Outras despesas operacionais

As outras despesas operacionais tem apresentado um aumento nos últimos anos:

Tabela 5: Evolução das Outras despesas/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Outras Desp.	1,08	8,98	7,61	7,71	9,18

Dessa forma, para os próximos anos será mantido o percentual de 9% da receita como outras despesas.

3.2.1.6 Depreciação

Os percentuais da depreciação em função da receita da empresa nos anos anteriores são apresentados na seguinte tabela:

Tabela 6: Evolução da Depreciação/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Depreciação	2,85	3,15	2,76	3,02	3,44

Com base nos dados observados estima-se uma taxa constante de depreciação para os próximos anos na ordem de 3,089% da receita.

3.2.1.7 Capex

O investimento da empresa em bens de capital vem apresentando oscilações relevantes nos últimos anos, conforme pode ser observado na tabela 7.

Tabela 7: Evolução do Investimento Capex/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Capex	6,31	2,95	5,51	13,84	9,90

Assim, para a realização das projeções foi considerado que o Capex será aproximadamente a média dos valores apresentados, ou seja, representará 8,05% da receita líquida.

3.2.1.8 Investimento em Capital de Giro

O investimento em capital de giro apresentou algumas variações nos últimos anos.

Tabela 8: Evolução do Investimento em capital de giro/Receita

Ano	2008	2009	2010	2011	2012
Inv. Cap Giro	21,79	13,22	17,85	17,75	19,64

O Capital de Giro pode ser aproximado pela diferença entre o ativo circulante menos caixa e aplicações e o passivo circulante menos financiamentos de curto prazo.

Como boa parte das vendas da empresa são realizadas a prazo pelo cartão Renner, as contas a receber apresentam números altos que elevam o ativo circulante. Entretanto, para financiar estas vendas a empresa utiliza financiamentos que também elevam o passivo circulante.

Por isso, será considerado que nos próximos anos a diferença entre ativo e passivo circulante fique na média desses anos. Assim, será adotada uma proporção de 17,12% da receita como investimento em capital de giro nos próximos anos a serem projetados.

3.2.2 Custo de Capital Próprio

Conforme explicado na metodologia, o cálculo do custo de capital próprio no Brasil utiliza informações do mercado norte americano, acrescidos de uma taxa que reflete o risco do país. Assim, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), a fórmula do CAPM ajustado deve ser utilizada da seguinte forma:

$$R_s = R_f + B_s \times (R_m - R_f) + CRP$$

3.2.2.1 Taxa livre de risco

A taxa livre de risco considerada para este trabalho é baseada nos rendimentos dos títulos públicos de longo prazo emitidos pelo governo dos EUA. Foi utilizado como referência o *Treasurybonds* (T-bonds) com vencimento em 10 anos que, segundo o site Bloomberg¹, apresenta rentabilidade de 2,04% ao ano.

3.2.2.2 Prêmio de risco

O prêmio de risco do mercado é a diferença entre o retorno de mercado e a taxa livre de risco. Para o cálculo do custo de capital próprio será considerado o prêmio de risco do mercado norte americano divulgado pelo autor Damodaran em seu site mensalmente.

Em Março de 2013 este prêmio era de 5,88%.

¹ Dados referentes ao dia 08/03/13.

3.2.2.3 Risco Brasil

Segundo Assaf Neto (2008), o risco-país costuma ser mensurado pela diferença entre a taxa de juros oferecida pelo título público brasileiro negociado no mercado financeiro internacional e a taxa dos títulos emitidos pelo governo dos EUA, considerados como de menor risco.

O site Ipeadata² indica que o *spread* do Brasil é de 1,20%, logo, este valor será o risco Brasil utilizado.

3.2.2.4 Estrutura de capital

Para a realização dos cálculos necessários, deve-se considerar o capital próprio e capital de terceiros a valor de mercado. Segundo o site Fundamentus, o valor das dívidas da empresa Lojas Renner é de R\$1.315.410.000 e o valor do capital próprio é de R\$ 9.276.544.800.

Dessa forma, a proporção B/S é de 0,141799563.

3.2.2.5 Imposto de renda

De acordo com as notas explicativas do Demonstrativo de Resultado da empresa, a alíquota de Imposto de Renda é de 25% ao ano. Somada aos 9% de contribuição social, será considerada uma taxa de 34% ao ano.

3.2.2.6 Coeficiente Beta

Para o cálculo do coeficiente Beta, será utilizada a equação :

$$\beta_L = \beta_u [1 + (B/S) (1 - IR)]$$

² Dados referentes ao dia 08/03/13.

O Beta desalavancado pode ser entendido como o coeficiente Beta para as empresas de determinado setor na ausência de dívida. Segundo informações divulgadas por Damodaran, em seu site, o Beta para as empresas de vestuário é de 0,79.

Com todas variáveis apresentadas já é possível se calcular o Beta:

$$\beta_L = 0,79 [1 + (0,141799563) (1 - 0,34)]$$

$$\beta_L = 0,864$$

3.2.2.7 Aplicação do modelo CAPM

Aplicando os valores citados na fórmula da Paridade obtém-se o seguinte resultado:

$$R_s = 2,04\% + 0,864\% (5,88\%) + 1,20\%$$

$$R_s = 8,32\% \text{ a.a.}$$

Como esta taxa foi calculada com valores referentes ao mercado norte americano, é necessário aplicar a seguinte fórmula de paridade para se chegar ao CAPM no Brasil.

$$\frac{1 + J_{BR}}{1 + \pi_{BR}} = \frac{1 + J_{US}}{1 + \pi_{US}}$$

Onde:

J_{BR} é a taxa de juros no Brasil;

π_{BR} representa a inflação do Brasil;

J_{US} é a taxa de juros nos EUA;

π_{US} representa a inflação nos EUA.

Aplicando os valores na equação, obtém-se:

$$1 + BR = 1,0832 * 1,0578 / 1,017$$

$$R_s (\text{Reais}) = 12,67\%$$

Foi usado o percentual de 5,78% para a Inflação Brasileira segundo a média dos últimos cinco anos do índice acumulado do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor)

e 1,7% para a Inflação Americana segundo a média dos últimos cinco anos do índice acumulado do CPI (Consumer Price Index).

Assim, o custo de capital próprio utilizado no cálculo da taxa de desconto será de 12,67% ao ano.

3.2.3 Custo médio ponderado de capital

Para o cálculo do WACC será aplicada a equação já apresentada anteriormente no presente trabalho:

$$\text{WACC: } B/(B+S) \times R_b \times (1 - \text{Alíquota IR}) + S/(B+S) \times R_s$$

3.2.3.1 Custo de capital de terceiros

É resultante da média ponderada dos inúmeros tipos de financiamentos adquiridos pela empresa. Segundo as notas explicativas do Demonstrativo de Resultado da empresa em 2012, o custo do capital de terceiros da empresa é de 9% ao ano.

3.2.3.2. Estrutura de capital

De acordo com os dados apresentados anteriormente, a proporção $B/(B+S)$ é de 12,42% e a proporção $S/(B+S)$ é de 87,58%.

3.2.3.3 Aplicação do modelo WACC

Aplicando os valores apresentados na equação, obtém-se:

$$\text{WACC} = 12,42\% \times 9\% (1 - 34\%) + 87,58\% \times 12,67\%$$

$$\text{WACC} = 11,83\% \text{ a.a.}$$

Portanto, a taxa de desconto a ser utilizada para se trazer os fluxos de caixa a valores presentes é de 11,83% ao ano.

3.2.4 Perpetuidade

Para a perpetuidade optou-se pelo Modelo de Gordon, através do qual os fluxos de caixa crescem a uma taxa constante. A partir do ano de 2018, foi estimado que o crescimento da empresa será de aproximadamente 7,8% ao ano.

3.3 Resultados

Com todas as variáveis de entrada calculadas foram realizados os cálculos referentes ao FCFE, chegando-se a um valor justo por ação das Lojas Renner. O quadro a seguir apresenta em resumo os resultados obtidos. O fluxo de caixa será obtido pela fórmula:

$$FCFE = LAJIR(1 - \text{Alíquota IR}) + \text{Depreciação} - \text{Capex} - \text{Variação do Capital de Giro}$$

O valor Justo da Ação foi calculado da seguinte forma:

$$\text{Preço/ação} = (\text{Valor da Empresa} - \text{Dívida Líquida}) / \text{Número de ações}$$

Tabela 9: Cálculos para chegar ao FCFE (Valores em Mil)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Líquida	2.162.827	2.342.751	2.751.338	3.238.543	3.862.508	4.468.286	5.169.072	5.979.766	6.917.605	8.002.530
CPV	1.048.982	1.111.577	1.209.459	1.396.129	1.634.246	1.975.281	2.285.075	2.643.456	3.058.043	3.537.653
Lucro Bruto	1.113.845	1.231.174	1.541.879	1.842.414	2.228.262	2.493.005	2.883.997	3.336.310	3.859.561	4.464.877
Desp Vendas	495.484	540.705	641.702	775.541	929.554	1.088.789	1.275.301	1.493.764	1.749.650	2.049.369
Desp Adm	362.466	366.710	211.764	250.682	293.931	289.925	285.974	282.076	278.232	274.440
Outras Desp	23.417	210.482	209.378	249.626	354.381	426.040	512.190	615.760	740.272	889.962
LAJIR	225.312	269.423	404.474	472.633	559.250	617.452	714.291	826.317	955.913	1.105.834
Depreciação	61.616	73.683	75.786	97.637	132.949	138.031	159.680	184.723	213.694	247.209
Inv Capex	136.551	69.172	152.101	448.120	382.219	359.848	388.828	420.142	453.978	490.539
Capital de Giro	471.198	309.708	491.111	574.836	758.656	764.760	884.701	1.023.453	1.183.967	1.369.655
Variação do CG		-161.490	181.403	83.725	183.820	6.104	119.941	138.752	160.514	185.688
FCFE	73.771	343.820	9.235	-122.270	-63.985	179.598	122.342	171.198	230.105	300.833
Tx de desconto (1+k) ⁿ						1,118	1,251	1,399	1,564	1,749
VPL 2013						160.599,130	97.826,875	122.411,589	147.127,059	4.772.948,366

VPL Total FCFF	5.300.913,02
VPL Perpetuidade	4.268.039,32
Valor da Empresa	9.568.952,33

Ações	124.184	Valor Justo por Ação	R\$ 71,96
Dívida Líquida	632.137	Valor Atual (11/03/2013)	R\$ 74,70

CONCLUSÃO

Avaliar uma empresa é uma tarefa complexa que, além do conhecimento técnico, exige a análise das perspectivas de mercado. Assim, o resultado da avaliação é uma estimativa e não um valor exato.

Este trabalho apresentou os modelos de Avaliação de Empresas e aplicou um deles a uma empresa do setor de varejo, a Lojas Renner.

Ao se avaliar a Lojas Renner através do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) a uma taxa de desconto de 11,83% ao ano e admitindo um crescimento de 7,8% ao ano na perpetuidade, chegou-se a um valor justo por ação de R\$ 71,96.

Comparando este valor com a cotação da mesma ação em 11/03/2013, que era de R\$ 74,70, nota-se que há uma valorização de 3,8% da ação no mercado com relação ao valor justo para as premissas utilizadas.

Cabe ressaltar que este resultado é referente a um trabalho acadêmico, não implicando em uma opinião de investimento.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2008.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*. 3ª edição. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: Como Precificar Ações*. São Paulo: Globo, 2004.

ROSS, Westerfield e Jaffe. *Administração Financeira Corporate Finance*. São Paulo: Atlas Ed. 2002.

Endereços Eletrônicos:

Banco Central - www.bcb.gov.br

Bloomberg - www.bloomberg.com

CPI - <http://research.stlouisfed.org/fred2/data/CPIAUCSL.txt>

Damodaran - www.stern.nyu.edu/~adamodar

Fundamentus - www.fundamentus.com.br

IPCA - www.portalbrasil.net/ipca.htm

Ipeadata - www.ipeadata.gov.br

Lojas Renner - www.lojasrenner.com.br