



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ**

**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC**

**CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**MONOGRAFIA**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**ANÁLISE DE EMPRESAS – CASO MARISA S.A.**

**AUTOR: JULIANA VASCONCELLOS NOÉ**

**ORIENTADOR:**

**MARCO ANTONIO CUNHA DE OLIVEIRA**

**RIO DE JANEIRO**

**Junho / 2009**

# **ANÁLISE DE EMPRESAS – CASO MARISA S.A.**

**AUTOR: JULIANA VASCONCELLOS NOÉ**

MONOGRAFIA SUBMETIDA À FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS  
CONTÁBEIS COMO REQUISITO NECESSÁRIO À OBTENÇÃO DO GRAU DE  
BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO.

Aprovação da banca examinadora:

---

Prof.º Orientador Marco Antonio Cunha de Oliveira  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof.º Uriel de Magalhães  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Data da aprovação

### **Epígrafe**

“Nenhuma mente que se abre para uma nova  
idéia voltará a ter o tamanho original”.  
(Albert Einstein)

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer especialmente ao Prof. Marco Antonio, meu orientador, pela ajuda e estímulo fundamentais para a confecção deste estudo. Ao meu namorado, família e amigos, um agradecimento muito especial por todo o apoio. E também aos meus colegas de trabalho, obrigada por todas as dicas, pela disponibilidade em ajudar e pelo incentivo.

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b> .....	8
<b>ABSTRACT</b> .....	9
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>1.1 Objetivos Principais</b> .....	11
<b>1.2 Relevância do Projeto</b> .....	11
<b>1.3 Estrutura da Monografia</b> .....	12
<b>2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA</b> .....	14
<b>2.1 O Método do Fluxo de Caixa Descontado</b> .....	16
<b>2.1.1 Método de Fluxo de Caixa para o Acionista</b> .....	17
<b>2.1.1.1 Cálculo do Custo do Capital Próprio (Ke)</b> .....	18
<b>2.1.1.2 A Taxa Livre de Risco (Rf)</b> .....	19
<b>2.1.1.3 O Cálculo do Beta</b> .....	19
<b>2.1.1.4 O Prêmio de Risco do Mercado</b> .....	22
<b>2.1.2 Método do Fluxo de Caixa da Empresa</b> .....	24
<b>2.1.2.1 O Custo da Dívida</b> .....	25
<b>2.1.2.3 WACC: Custo Médio Ponderado de Capital</b> .....	26
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	27
<b>4. IMPLEMENTAÇÃO - ESTUDO DE CASO: MARISA S.A.</b> .....	30
<b>4.1 Características do Setor</b> .....	30
<b>4.1.1 Concorrência</b> .....	32
<b>4.1.1.1 Principais concorrentes e suas características</b> .....	33
<b>4.2 A Empresa Marisa</b> .....	34
<b>4.2.1 Histórico</b> .....	34
<b>4.2.2 Estrutura Societária</b> .....	36
<b>4.2.3 Características da Empresa</b> .....	37
<b>4.3 Aplicação da Análise</b> .....	38
<b>4.3.1. Análise dos Demonstrativos Financeiros</b> .....	39
<b>4.3.2. Estudo dos Indicadores</b> .....	41
<b>4.3.3 Principais Premissas e Perspectivas para a Marisa</b> .....	43
<b>4.3.3.1 Premissas Macroeconômicas</b> .....	43
<b>4.3.3.2 Premissas para a empresa</b> .....	43
<b>4.3.4 Taxas de Desconto</b> .....	45

<b>4.3.4.1 Custo de Capital Próprio</b> .....	45
<b>4.3.4.2 Custo da Dívida e WACC</b> .....	46
<b>4.3.5 Resultado da Projeção</b> .....	47
<b>5. CONCLUSÃO</b> .....	48
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	49

## LISTAS

### LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fórmulas dos Indicadores Contábeis .....	28
Tabela 2 – Estrutura Societária .....	36
Tabela 3 – Quantidade de Lojas por Região (posição em 31/12/08) .....	37
Tabela 4 – Análise Vertical: Ativo.....	39
Tabela 5 – Análise Vertical: Passivo.....	40
Tabela 6 - Análise Vertical: DRE .....	41
Tabela 7 - Cálculo dos Indicadores.....	42
Tabela 8 – Premissas Macroeconômicas .....	43
Tabela 9 – Dados Históricos.....	43
Tabela 10 - Composição da Receita .....	44
Tabela 11 - Projeção das Contas de Resultado .....	45
Tabela 12 – Desembolsos de Capital e Necessidade de Capital de Giro .....	45
Tabela 13 - Custo da Dívida e WACC.....	46
Tabela 14 – Fluxo de Caixa para a Firma.....	47
Tabela 15 - Resultado da Projeção.....	47

### LISTA DAS FÓRMULAS

[eq.1].....	16
[eq.2].....	17
[eq.3].....	18
[eq.4].....	20
[eq.5].....	21
[eq.6].....	24
[eq.7].....	26

# ANÁLISE DE EMPRESAS – CASO MARISA S.A.

Juliana Vasconcellos Noé

Junho / 2009

## RESUMO

Este trabalho teve como objetivo apresentar os principais conceitos da análise fundamentalista para a avaliação de empresas. A partir de uma abordagem teórica sobre o tema, foi possível reunir conhecimentos suficientes para a realização de um estudo de caso sobre uma empresa real. A empresa escolhida foi a Marisa S.A., uma companhia do setor varejista de vestuário. As informações sobre a empresa, o setor varejista de vestuário e o estudo de fatores macroeconômicos da economia brasileira foram a base para a projeção de seus resultados futuros. O modelo fundamental de *Valuation* foi aplicado aos dados projetados da empresa para que se chegasse a uma estimativa para o preço justo da ação.

Palavras - chave: Avaliação; Análise Fundamentalista; Método do Fluxo de Caixa Descontado.



# COMPANY VALUATION – CASE MARISA S.A.

Juliana Vasconcellos Noé

June / 2009

## **ABSTRACT**

*This study aims at presenting valuation concepts to evaluate companies. From a bibliographic review about the topic, it was possible to obtain enough information in order to develop a case study to evaluate a real company. The company was Marisa S.A., a company of the clothes retail sector. The information about it, its sector and the research about Brazilian macroeconomic factors were the basis to its results projections. The fundamental model was used on the projected company in order to come up with an estimate about the fair price of its stock.*

*Key words: Valuation; Fundamental Analysis; Discounted Cash Flow.*

## 1. INTRODUÇÃO

De acordo com Damodaran (1997), a avaliação de investimentos desempenha um papel fundamental para a tomada de decisão financeira de empresas, como na análise de projetos e no estudo de fusões e aquisições, e de gestores de carteiras, que segundo suas filosofias de investimento, utilizam a avaliação de formas distintas como analistas fundamentalistas e grafistas.

Os métodos de avaliação de empresas têm sido alvo de diversos estudos realizados por acadêmicos e profissionais do mercado não somente no exterior, como também no Brasil. Esse fato é devido ao crescimento da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com o aumento do número de empresas de capital aberto e ao maior interesse de pessoas físicas pelos investimentos em ações. Neste contexto, surgem os analistas profissionais, que com seu conhecimento sobre teorias de avaliação de ativos, oferecem aos investidores recomendações sobre as empresas negociadas em bolsa.

As duas linhas de estudo mais utilizadas no mercado para a arte da precificação de ativos são: a Escola Gráfica ou Técnica e a Escola Fundamentalista. Segundo Póvoa (2007), a Escola Gráfica ou Técnica assume que qualquer nova informação existente no mercado é automaticamente transmitida e interpretada de forma linear por todos os agentes ajustando instaneamente o preço dos ativos influenciados por esta nova situação. Esta escola acredita que os movimentos das ações no passado tendem a se repetir no futuro.

Já a Escola Fundamentalista acredita que as informações do mercado são assimétricas abrindo espaço para que todos mensurem o valor das empresas em momentos e formas diferentes. Esta estuda fundamentos macroeconômicos, setoriais e específicos de uma empresa com o objetivo de determinar um valor justo para suas ações através de projeções futuras ou comparações com ativos já existentes. Com isso, é possível saber se o preço atual da ação no mercado está acima ou abaixo de seu valor justo.

Para entender como é realizada a avaliação de empresas (*valuation*), este trabalho tem como objetivo apresentar um estudo deste processo aplicado ao caso de uma empresa real com base na lógica da análise fundamentalista.

## 1.1 Objetivos Principais

O objetivo principal deste trabalho é apresentar as principais teorias sobre os métodos de *valuation* e escolher um método para aplicar na prática através da análise de uma empresa real, a Marisa S.A.. O assunto abordado está limitado às técnicas da Escola Fundamentalista. O fato de exemplificar com apenas um caso real pode ser um pouco simplista já que cada empresa possui características distintas, porém possibilita que o nível da análise seja mais completo considerando as particularidades do setor e da empresa em questão.

As questões a serem respondidas por este estudo são:

- Quais são os métodos mais utilizados de avaliação de empresas?
- Como criar um modelo de avaliação de empresas? Quais são os dados mais importantes a serem considerados?
- Como estabelecer um modelo de projeção para valorar um ativo adaptado à realidade da empresa em estudo?
- Quais são as variáveis do setor e macroeconômicas que mais impactam a empresa?
- Como identificar as características específicas da empresa?

## 1.2 Relevância do Projeto

Segundo os dados do programa Economática, o volume financeiro negociado anualmente na bolsa brasileira cresceu consideravelmente. Tomando como base o ano de 2003, esse volume apresentou um aumento de mais de seis vezes se comparado ao volume do ano de 2008 (mesmo sofrendo com os impactos da crise econômica). Tudo isso devido ao crescimento da economia brasileira com o aumento do crédito, a redução da taxa de juros, a evolução da renda salarial, a queda da taxa de desemprego além do aumento da participação do fluxo estrangeiro, a maior quantidade de aberturas de capital e do estímulo da Bovespa para a criação de produtos como o *Home Broker* facilitando o acesso das pessoas físicas à bolsa.

Sem dúvida, com tal desenvolvimento, as corretoras e os bancos de investimento precisaram se aperfeiçoar no sentido de criar sistemas eletrônicos para que se tivesse maior facilidade para investir além de treinar seus profissionais para auxiliar na tomada de decisão de investimento de seus clientes.

Neste sentido, as teorias sobre o *valuation* de empresas começaram a ser cada vez mais estudadas no Brasil para que fosse possível mensurar o valor justo das ações e, conseqüentemente, fazer recomendações. No entanto, apesar de existirem muitas publicações como livros, artigos, trabalhos de acadêmicos e de profissionais de mercado, o assunto ainda está muito distante do seu esgotamento.

Além disso, as mesmas técnicas podem ser usadas dentro das empresas para avaliar uma operação de fusão ou aquisição, quantificar ganhos de sinergias e ainda para aquelas que desejam abrir o capital (*Initial Public Offering* - IPO).

Apresentados todos esses fatores, este trabalho se mostra relevante para a difusão dos métodos de avaliação de empresas mais utilizados no mercado para que, em especial, investidores individuais possam entender como são feitas as avaliações e ter poder crítico sobre as informações divulgadas por profissionais no mercado.

### **1.3 Estrutura da Monografia**

No Capítulo 1, é apresentada a introdução da monografia situando o leitor sobre o assunto a ser tratado, identificando os objetivos deste estudo, a sua relevância e a estrutura do trabalho.

No Capítulo 2, é realizada a revisão bibliográfica sobre o tema abordando quatro métodos de avaliação e apontando o método escolhido para ser utilizado no estudo de caso provendo para este, o embasamento teórico necessário para o entendimento da análise da empresa.

No Capítulo 3, discute-se a metodologia a ser utilizada e suas fontes de dados apresentando o modelo principal que será aplicado ao estudo de caso.

No Capítulo 4, tem-se o estudo de caso em si começando por uma visão geral do setor no qual a empresa Marisa S.A. está inserida e a apresentação de suas principais concorrentes. Em segundo momento, é feita a apresentação da empresa partindo de seu

histórico, produtos, características principais e também de seus demonstrativos financeiros dos últimos cinco anos com aplicação da análise vertical. Após isso, tem-se a aplicação da análise de acordo com os modelos descritos no capítulo 3 e a apresentação de seus resultados.

No Capítulo 5, como capítulo final, tem-se a conclusão com as informações mais relevantes encontradas neste trabalho acadêmico. Além disso, são oferecidas sugestões para futuros trabalhos.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A avaliação de investimentos se baseia em um conjunto de técnicas e modelos aplicados no estudo de oportunidades para alocação de recursos como, por exemplo, possíveis fusões e aquisições, projetos e compras de imóveis e ações. Existem diferentes filosofias de investimento e o *valuation* apresenta papéis diferentes em cada uma delas. Porém, no âmbito deste trabalho, abordaremos apenas a lógica da análise fundamentalista, na qual, o papel do *valuation* é central.

A análise fundamentalista se baseia na existência de correlação entre o valor intrínseco de uma ação e seu preço de mercado, ou seja, ela estuda a variação de fatores que afetam o equilíbrio entre a oferta e a demanda do mercado. Com isso, observa todas as variáveis que influenciam o desempenho do valor intrínseco das ações como os aspectos micro e macroeconômicos, estratégicos, financeiros e contábeis.

De acordo com Penman (*apud* Lima *et al*, 2007),

*“Fundamental analysis is the method of analyzing information, forecasting payoffs from that information, and arriving at a valuation based on those forecasts.”<sup>1</sup>*

Para analistas fundamentalistas, o impacto da informação disponível sobre a empresa deve ser considerado na previsão da performance de seu negócio fazendo com que se tenha um conhecimento mais abrangente sobre a mesma. Além disso, é importante entender como as demonstrações financeiras medem o desempenho atual da empresa para, então, ser possível combinar o conhecimento do negócio e setor, cenário macroeconômico, estratégias da companhia, novas informações e dados contábeis para a elaboração de uma avaliação única da empresa. A partir da avaliação de suas perspectivas futuras, pode-se calcular um valor estimado para a mesma e compará-lo com seu valor de mercado atual. Caso o valor atual seja maior que o valor estimado, a recomendação é a venda da ação e se inferior, é a compra da ação.

Mas como calcular o valor de uma empresa? Segundo Damodaran (2006), em termos gerais, existem quatro abordagens para a valoração de ativos (*valuation*). A primeira, o fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos

---

<sup>1</sup> A análise fundamentalista é um método que consiste em analisar informações, projetar lucros baseados nessas informações e chegar ao valor da empresa baseado nessa projeção (tradução nossa).

fluxos de caixa futuros esperados relativos àquele ativo. Este método pode ser calculado de duas formas: considerar apenas a participação dos acionistas ou a participação dos acionistas e outros detentores de direito. Ambas descontarão fluxos de caixa futuros, porém, cada uma, com a sua taxa de desconto e fluxos de caixa correspondentes. É um dos modelos mais utilizados por facilitar o entendimento das fontes de valor do ativo já que considera o desempenho operacional, o nível de risco do investimento, o potencial de crescimento da empresa, entre outras. Entretanto, existem limitações à sua aplicabilidade como, por exemplo, para empresas em dificuldades; empresas cíclicas; empresas com ativos não-utilizados; empresas com patentes ou opções de produtos; empresas em processo de reestruturação; empresas envolvidas em aquisições e empresas de capital fechado. Esses tipos de empresas possuem complicadores que dificultam bastante as estimativas de seus fluxos de caixa distorcendo o modelo ou tornando necessárias diversas adaptações de acordo com a visão individual do analista.

A segunda, a avaliação contábil, é construída através da valoração de ativos existentes de uma empresa tomando como ponto de partida, as estimativas contábeis (*book value*). Ela implica na avaliação das regras e convenções contábeis, e identifica se estas efetivamente representam a realidade econômica e estratégica através dos demonstrativos financeiros e, se necessário, desenvolve medidas de ajustes contábeis. Esta não costuma ser utilizada sozinha por não apresentar uma visão prospectiva da empresa.

A terceira, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo a partir do preço de ativos “comparáveis” relativos a uma variável comum como receitas, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. De acordo com Damodaran (1997), existem pelo menos duas maneiras para se chegar ao índice adequado para usar na avaliação de uma empresa. Uma maneira seria através do emprego dos fundamentos da empresa relacionando informações básicas da mesma a ser avaliada. Sua vantagem é apresentar a relação entre indicadores e características da empresa para explorar como aqueles mudam quando estes também o fazem. A outra seria através da estimativa dos indicadores da empresa tendo como base os de empresas comparáveis. Porém, a definição de empresas comparáveis é bastante subjetiva dando liberdade para o analista escolher empresas que confirmem as suas pressuposições sobre a empresa a ser avaliada. Outra limitação deste método seria o fato

de embutir erros do mercado quando este superavalia ou subavalia ativos. No entanto, a avaliação relativa é muito utilizada devido a sua simplicidade, mas pode gerar falsas conclusões se alguns cuidados não forem tomados em sua interpretação.

O último método, a avaliação dos direitos contingentes utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor dos ativos que possuam características de opções (opções reais). Segundo Damodaran (1997), um direito contingente ou opção é um ativo que se paga apenas sob determinadas contingências – se o valor do ativo subjacente ficar acima ou abaixo de um valor preestabelecido para uma opção de venda ou de compra respectivamente. As variáveis principais para esta avaliação são: o valor corrente e a variância em valor do ativo subjacente, o preço de exercício da opção e o prazo de vencimento da opção e a taxa de juros livre de risco. Esta é uma metodologia recente e mais complexa em termos matemáticos do que as outras citadas. Há limitações quanto ao uso deste modelo para avaliar opções de longo prazo sobre ativos não-negociados já que haverá a necessidade de estimar os dados e a variância destes ativos aumentando o nível de erros.

## 2.1 O Método do Fluxo de Caixa Descontado

Dentre os métodos citados, o método do fluxo de caixa descontado foi a opção escolhida para o estudo de caso por melhor incorporar os postulados da moderna teoria de finanças. Portanto, será apresentado com maior nível de detalhe.

O método do fluxo de caixa descontado relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos àquele ativo, sendo fundamental saber o momento em que esses fluxos ocorrerão e o nível de incerteza associado a eles.

[eq.1]

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{CF}_t / (1+r)^t$$

onde: n = vida útil do ativo;

CF<sub>t</sub> = Fluxo de Caixa no período t;

r = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimados.



“Os fluxos de caixa irão variar de ativo para ativo – dividendos de ações, cupons (juros), e valor nominal de bônus e fluxos de caixa pós-impostos para um projeto real. A taxa de desconto será uma função do grau de risco dos fluxos de caixa estimados” (DAMODARAN, 1997). Portanto, se houver risco alto para fluxos de caixa futuros, a taxa deve ser alta também, porém se os ativos tiverem fluxos de caixa garantidos, deve-se descontar a taxa livre de risco como a dos títulos do governo americano. Além deste, existem outros fatores que influenciam o cálculo desta taxa os quais serão apresentados mais adiante.

Existem dois principais caminhos para a avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado. O primeiro aborda apenas a participação acionária do negócio (fluxo de caixa para o acionista) e o segundo, inclui a participação dos acionistas e demais detentores de direitos da empresa (fluxo de caixa para a empresa).

### **2.1.1 Método de Fluxo de Caixa para o Acionista**

Segundo Damodaran (1997), neste método, o valor do patrimônio líquido é alcançado descontando-se ao custo do patrimônio líquido (taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa) os fluxos de caixa do acionista esperados, ou seja, os residuais após as deduções de todas as despesas, bônus fiscais e pagamentos de juros e principal das dívidas da empresa.

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{CF}_t \text{ do Acionista} / (1+K_e)^t \quad [\text{eq.2}]$$

onde:  $\text{CF}_t$  do Acionista = Fluxo de Caixa do Acionista esperado no período  $t$ ;  
 $K_e$  = Custo do Capital Próprio.

Para uma empresa com dívidas, os fluxos de caixa dos acionistas podem ser calculados como: (DAMODARAN, 1997)

Receitas  
- Despesas Operacionais  
- Depreciação e Amortização  
= Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)  
- Despesas com Juros  
= Lucro antes dos Impostos  
- Impostos  
= Lucro Líquido  
+ Depreciação e Amortização  
= Fluxos de Caixa Provenientes de Operações  
- Desembolsos de Capital  
- Variação do Capital de Giro  
- Pagamentos de Principal (Dívidas)  
+ Entradas de Caixa Decorrentes de Novas Dívidas  
= Fluxos de Caixa do Acionista (FCFE)

### 2.1.1.1 Cálculo do Custo do Capital Próprio (Ke)

O modelo mais utilizado para o cálculo do custo de capital próprio (Ke) é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). O modelo estima o Ke através da soma do retorno obtido sobre um título livre de risco a um beta associado ao risco sistêmico existente nos fluxos da empresa já multiplicado pelo prêmio de risco do mercado.

$$Ke = R_f + \beta_a [E(R_m) - R_f] \quad [\text{eq.3}]$$

onde: Ke = Retorno esperado do ativo a;

Rf = Retorno Esperado de um ativo livre de risco;

$\beta_a$  = Coeficiente Beta do ativo a;

$(E(R_m) - R_f)$  = Prêmio de Risco do Mercado.

O CAPM é baseado na premissa de que apenas a porção de variação que é não-diversificável (medida pelo beta) deve ser recompensada.

### **2.1.1.2 A Taxa Livre de Risco (Rf)**

De acordo com Damodaran (2008A), para que um investimento seja considerado sem risco (*riskfree*), é necessário que o seu retorno real seja sempre igual ao seu retorno esperado, caracterizando uma inexistência de variância (risco). Há duas condições para que isto ocorra: inexistência do risco de *default* (inadimplência) e do risco de reinvestimento (garantido por taxas pré-fixadas e títulos sem cupons). Portanto, os ativos que possuem essas características são os títulos de dívida de governos adimplentes de longa maturidade.

Nos Estados Unidos e nos países que não possuem títulos de longo prazo, utiliza-se o título americano T-Bond 30 anos para empresas sem prazo determinado de existência, sendo necessário que os últimos respeitem as regras para a consistência da análise como conversão de fluxos de caixa em dólar americano e uso de taxas nominais para fluxos nominais.

### **2.1.1.3 O Cálculo do Beta**

O Beta, como a medida de risco no modelo CAPM, reflete a sensibilidade da variação dos retornos de um ativo em relação à variação dos retornos da carteira de mercado. O beta da carteira de mercado é um. Os ativos que são mais arriscados que a média terão betas maiores que um e ativos mais seguros terão betas menores. O ativo livre de risco terá beta igual a zero. Existem algumas formas de se calcular o Beta das ações de uma empresa. Dentre elas, as mais usadas são:

a) Modelo padrão (beta histórico)

O cálculo do Beta se faz através da regressão dos retornos históricos das ações ( $R_i$ ) em relação aos retornos históricos de mercado, conforme abaixo:

$$R_i = a + bR_m \quad [\text{eq.4}]$$

onde:  $a$  = Intercepto da reta de regressão;

$b$  = Inclinação da reta de regressão = Covariância ( $R_i, R_m$ )/VAR( $R_m$ ).

A inclinação da regressão corresponde ao beta da ação e mede o seu grau de risco. Segundo Damodaran (1997), algumas questões sobre essa estimativa devem ser vistas com cuidado. A primeira é o período da amostra que será usado nas séries de retorno. Uma série muito longa aumenta o nível de informação do modelo, mas, ao mesmo tempo, se a empresa mudou seu perfil de risco, pode não fazer mais sentido utilizá-lo. A segunda é o intervalo de retorno escolhido (anual, mensal, diário). Nesse caso, quanto mais longo o intervalo escolhido, maior o número de observações. Por outro lado, o resultado pode ser viesado devido a períodos sem negociação, principalmente no caso de empresas pequenas com baixa liquidez. A terceira questão é a escolha do índice de mercado que será utilizado na regressão. Se os investidores possuem posições apenas no mercado local, deve-se usar um índice local e se possuem também no mercado internacional, deve-se usar um índice global. A quarta questão é relacionada ao erro-padrão da estimativa do beta que pode ser minimizado através do uso de betas ajustados, em especial para séries de retornos diários.

b) Modelo de empresas comparáveis (beta setorial)

O Beta Setorial consiste de um beta médio de empresas de um segmento da economia. De início, sua adoção se dava nos casos de impossibilidade de cálculo de betas, como para empresas de capital fechado. No entanto, muitos analistas passaram a utilizá-lo também para empresas abertas, por acreditarem ser um melhor estimador do beta da ação analisada do que o próprio beta obtido pela regressão linear.

Para o cálculo do beta Setorial, é importante entender quais são as três variáveis determinantes dos betas (DAMODARAN, 1997).

- O tipo de negócio da empresa: quanto mais sensível a condições de mercado for o negócio, mais alto será o beta. Por exemplo, empresas cíclicas devem ter betas mais altos.
- O grau de alavancagem operacional: é uma função da estrutura de custos da empresa sendo definido como a relação entre custos fixos e custos totais. Quanto mais alta essa relação, mais variável será seu lucro operacional comparativamente a empresas menos alavancadas. Como resultado, esta terá um beta mais elevado.
- O grau de alavancagem financeira (endividamento): tudo o mais constante, um aumento do endividamento aumentará o beta das ações da empresa já que eleva a variância nos lucros devido ao pagamento de juros sobre a dívida. Supondo que o beta da dívida seja igual a zero e que a dívida acarreta um benefício fiscal.

[eq.5]

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1-t) \times (D/E)]$$

onde:  $\beta_L$  = Beta Alavancado do patrimônio líquido da empresa;

$\beta_U$  = Beta não-alavancado da empresa, ou seja, o beta da empresa sem dívidas;

t = alíquota do imposto corporativo;

D/E = Dívida / Valor de Mercado da Empresa.

O uso de beta setorial parte da premissa que empresas atuando em mercados competitivos são expostas de forma análoga à realidade econômica e possuem estruturas de custo (alavancagem operacional) semelhantes. Dessa forma, de posse do beta setorial desalavancado, pode-se customizar para a empresa promovendo a devida alavancagem financeira através de sua relação D/E.

Algumas vantagens no emprego dessa abordagem de cálculo do beta seriam não precisar de histórico de preços, o cálculo do beta através de múltiplas regressões é mais preciso e a possibilidade de o beta refletir mudanças futuras na alavancagem da empresa e no mix de vendas, podendo o analista mudar os pesos aplicados aos negócios em que a empresa atua.

#### c) Modelo baseado em fatores fundamentais (beta contábil)

Essa abordagem envolve dados setoriais e da empresa para prever betas através de demonstrativos financeiros.

Segundo Damodaran (2007), “lucros contábeis tendem a ser suavizados em relação ao valor intrínseco da empresa, resultando em betas com viés para baixo, especialmente para empresas de alto risco, ou com viés para cima, para empresas mais seguras.” Dessa forma, essa metodologia faz com que as empresas tenham betas próximos de um. Outro problema é que os lucros contábeis são muito influenciados por métodos de contabilização de estoques ou depreciação, que podem variar de acordo com a empresa. Adicionalmente, os lucros contábeis são medidos apenas trimestral ou anualmente, fazendo com que as regressões tenham número limitado de observações.

#### **2.1.1.4 O Prêmio de Risco do Mercado**

O prêmio de risco da carteira de mercado é o prêmio que o investidor exige para deixar de aplicar em ativos livres de risco e passar a aplicar em ativos com risco. Segundo Damodaran (2008B), existem alguns determinantes para o prêmio de risco em renda variável. O primeiro e mais crítico seria o nível de aversão ao risco dos investidores. Quanto mais aversão ao risco, maior é o prêmio exigido para trocar ativos seguros por ativos arriscados. Os fatores principais que influenciam o nível de aversão seriam: a idade do investidor e a preferência pelo consumo imediato ou poupança.

Um segundo determinante seria o risco na economia subjacente, ou seja, quanto maior o grau de volatilidade, maior o prêmio exigido. O prêmio de risco em mercados emergentes, com economias de maior crescimento e maior risco deve ser maior do que em mercados desenvolvidos.

Um terceiro fator seria o nível de informação sobre as empresas listadas em bolsa. Nos anos 90, o prêmio de risco exigido no mercado americano era baixo devido à transparência de informações sobre as empresas, gerando maior confiança nos investimentos. Porém, após os escândalos contábeis que se seguiram ao colapso do mercado, pesquisadores argumentam que o fácil acesso a grande quantidade de informações de confiabilidade variada fizeram com que investidores ficassem mais

incertos sobre o futuro. Por exemplo, em alguns mercados emergentes como a Rússia, no qual as empresas apresentam poucas informações sobre suas operações e governança corporativa, deve ser exigido um prêmio de risco maior do que em mercados como o da Índia, no qual as informações são muito confiáveis e acessíveis (DAMODARAN, 2008B).

Outros determinantes são: a liquidez do mercado, ou seja, quanto mais fácil comprar ou vender as ações, menor é o prêmio de risco exigido, e o risco de catástrofes, como a crise de 29 nos Estados Unidos. Neste caso, os investidores que estavam expostos naquele momento de colapso do mercado e que viram seus investimentos caírem abruptamente, dificilmente se exporão da mesma forma ou exigir um prêmio de risco baixo.

Um último fator é o componente comportamental irracional dos investidores. Em seu artigo, Damodaran (2008B) cita dois aspectos: ilusão monetária (*the money illusion*) e visão limitada (*narrow framing*). O primeiro aborda o fato de os investidores serem inconsistentes quando se trata de inflação (pensam sempre em termos nominais), sendo assim, nos momentos em que a inflação é mais alta do que o esperado, os prêmios de risco tenderão a subir. Já o segundo diz que os investidores tendem a avaliar novas apostas separadamente de suas carteiras de ações fazendo com que tenham uma visão limitada de seu risco adicional considerando-o mais alto do que realmente é.

Segundo o modelo original do CAPM, a estimativa do retorno esperado do mercado deveria resultar dos retornos de todos os ativos existentes no mercado, porém isso seria difícil na prática. Assim sendo, utiliza-se como *proxy* do retorno do mercado, o retorno da carteira de ativos negociados em bolsa como o S&P 500 no mercado americano e o Ibovespa no brasileiro. Em geral, analistas de mercado recorrem a médias do histórico de retornos dos índices de mercado e ativos livres de risco, para estimar o prêmio de risco de mercado. Damodaran (1997) sugere o uso da média geométrica dos retornos americanos e a taxa livre de risco adotada seja a do T-BOND 30 anos (cerca de 5%).

Adicionalmente, Damodaran (2008B) propõe que sejam utilizados os parâmetros de um mercado maduro como o americano para o cálculo do CAPM e adicionado um prêmio de risco-país para outros mercados. Uma das maneiras indicadas pelo autor para

se calcular o risco-país seria utilizar o prêmio de risco em renda variável baseado na volatilidade do mercado em questão em relação ao mercado dos Estados Unidos (*Relative Equity Market Approach*).

### 2.1.2 Método do Fluxo de Caixa da Empresa

Segundo Damodaran (1997), uma empresa é composta de todos os seus detentores de direitos, ou seja, investidores em patrimônio líquido, detentores de obrigações e acionistas preferenciais. Os fluxos de caixa da empresa são os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos.

De acordo com o Método do Fluxo de Caixa da Empresa, o valor da empresa é encontrado ao serem descontados os seus fluxos de caixa esperados. Estes consistem nos fluxos de caixa que restam após o pagamento de todas as despesas operacionais, mas antes dos pagamentos aos detentores de direitos. Com isso, os fluxos de caixa da empresa serão, em geral, maiores do que os fluxos de caixa do acionista em qualquer empresa alavancada e igual em empresas não-alavancadas. Isso se deve ao fato de que descontamos os fluxos de caixa da empresa pelo custo médio ponderado de capital que já reflete o benefício fiscal da dívida e se utilizássemos o valor da dívida também nos fluxos incorreríamos em dupla contagem. O custo médio de capital será detalhado na seção seguinte. Para o cálculo do valor da empresa pelo fluxo de caixa da empresa temos:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{CF}_t \text{ da Empresa} / (1+WACC)^t \quad [\text{eq.6}]$$

onde:  $\text{CF}_t$  da Empresa = Fluxo de Caixa da Empresa esperado no período t;

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital.



Para encontrarmos os fluxos de caixa que serão descontados, devemos seguir a seguinte esquemática:

$$\begin{aligned} & \text{Receitas} \\ & - \text{Despesas Operacionais} \\ & - \text{Depreciação e Amortização} \\ & = \text{Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)} \\ & - \text{Impostos} \\ & = \text{Lucro Operacional (EBIT} \times (1-t)) \\ & + \text{Depreciação e Amortização} \\ & - \text{Desembolsos de Capital} \\ & - \text{Variação do Capital de Giro} \\ & = \text{Fluxos de Caixa da Empresa (FCFF)} \end{aligned}$$

Ao utilizar premissas consistentes de crescimento de fluxos e de determinação de taxas de desconto, os resultados dos modelos de fluxos de caixa para o acionista e para a empresa serão equivalentes. Sendo assim, calculado o valor da empresa pelo método de fluxo de caixa da empresa, é possível chegar ao valor do patrimônio líquido através da subtração do valor da dívida pelo primeiro. Ao mesmo tempo, se somarmos o valor da dívida ao valor do patrimônio líquido, temos o valor da empresa. Entretanto, para empresas nas quais existe a possibilidade de mudanças significativas no nível de endividamento, o método mais apropriado seria o Fluxo de Caixa para a Empresa (FCFF), em função de sua maior simplicidade de cálculo. (DAMODARAN, 1997)

### **2.1.2.1 O Custo da Dívida**

O custo da dívida mede o custo para a empresa dos empréstimos assumidos com terceiros. Segundo Damodaran (1997), este pode ser afetado de acordo com o nível corrente das taxas de juros já que com o aumento do nível das taxas de juros, o custo da dívida também se eleva. Quanto mais alto o risco de inadimplência da empresa, mais alto também será o custo de tomar empréstimos. Se a empresa for uma forte geradora de caixa, menor será o seu risco de inadimplência. Uma forma de medir esse risco é através da classificação dos bônus da empresa por agências de *ratings* com classificações mais

altas levando a taxas de juros menores. Em geral, os índices mais utilizados por essas agências são os índices de cobertura de juros como o EBIT/Juros ou o EBITDA/Juros. Além destes, ainda existem os benefícios fiscais associados aos empréstimos (dívida) tornando mais baixo o custo da dívida após a tributação em relação ao custo antes do pagamento de impostos.

### **2.1.2.3 WACC: Custo Médio Ponderado de Capital**

O custo médio ponderado de capital representa o custo de todas as fontes de recursos da empresa ponderado por pesos atribuídos pelos seus valores de mercado sendo, desta forma, a taxa de desconto a ser utilizada para trazer os fluxos de caixa da empresa para valor presente.

[eq.7]

$$\text{WACC} = K_e \times E/V + K_d \times D/V \times (1-t)$$

Onde:  $K_e$  = Custo do Capital Próprio;

$K_d$  = Custo da dívida;

$t$  = Alíquota de Impostos;

$E$  = Valor de Mercado das Ações da empresa;

$D$  = Dívida;

$V$  = Valor da Empresa ( $V = D + E$ ).

### 3. METODOLOGIA

Para a avaliação de uma empresa, são indispensáveis informações qualitativas como características do setor e negócio, concorrência, cenário macroeconômico e a estratégia da empresa e ao mesmo tempo, dados quantitativos como demonstrações contábeis, fluxos de caixa futuros, taxas de desconto, taxa de crescimento, entre outros.

Com a necessidade de expor todas essas informações, pode-se classificar esta pesquisa como descritiva quanto aos fins. Do mesmo modo, ela também será uma pesquisa explicativa já que tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos (VERGARA, 2005). Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem de alguma forma para a ocorrência de determinado fenômeno. Como o trabalho será a análise de uma empresa, pretende-se colher informações e apresentá-las para justificar as conclusões que serão tomadas a partir de tais dados.

Quanto aos meios, a pesquisa será bibliográfica por serem utilizados materiais publicados pela própria empresa (balanço patrimonial de 2004 a 2008, dados do setor e da economia) e informações de livros, órgãos reguladores, redes eletrônicas, trabalhos acadêmicos, entre outros materiais disponíveis para o público em geral. Além disso, serão utilizadas bases de dados do terminal da Bloomberg e do programa Economática.

Para complementar o estudo, outro meio de investigação será o estudo de caso com o objetivo de demonstrar o processo de avaliação da companhia Marisa S.A. através da aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado.

As informações relativas à companhia como o histórico, composição acionária, produtos oferecidos, estratégia, riscos e os demonstrativos financeiros do período de 2004 a 2008 serão coletados no próprio site da empresa buscando o prospecto de sua primeira oferta pública de ações, os fatos relevantes, os comunicados divulgados ao mercado, os documentos relacionados aos seus resultados trimestrais e anuais e/ou os documentos enviados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Já para as características do setor, serão pesquisados dados no site da Marisa S.A. e também no de suas concorrentes, em especial, das Lojas Renner e Riachuelo. Com relação às bases de dados e pesquisas em economia, serão analisadas informações disponíveis no site do Banco Central do Brasil (Relatório Focus) e no terminal da Bloomberg.

Para a avaliação quantitativa da Marisa, primeiramente serão realizados uma análise vertical e um estudo dos indicadores aplicados aos demonstrativos financeiros de 2004 a 2008. Na análise vertical, toma-se como base no balanço patrimonial, o Ativo Total, e no demonstrativo de resultado, a Receita Líquida Total. Para facilitar a compreensão do cálculo dos indicadores contábeis, é apresentada a tabela a seguir com as fórmulas dos indicadores utilizados.

Tabela 1 - Fórmulas dos Indicadores Contábeis

<b>Indicadores de Solvência</b>	
Liquidez Corrente	Ativo Circulante/ Passivo Circulante
Liquidez Seca	(Ativo Circulante - Estoques)/ Passivo Circulante
Liquidez Geral	(A. Circ. + Realizável a L. Prazo)/ (P. Circ. + Exigível a LP)
<b>Indicadores de Atividade</b>	
Prazo Médio de Recebimento (PMR)	(Clientes / Vendas) x 360
Prazo Médio de Estoque (PME)	(Estoque / Custo das Mercadorias Vendidas) x 360
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	(Fornecedores / Custo das Mercadorias Vendidas) x 360
Ciclo Operacional (CO)	PMR + PME
Ciclo Financeiro	CO - PMP
Necessidade de Capital de Giro	Clientes + Estoque - Fornecedores
Varição da Nec. de Capital de Giro	Nec Capital de Giro em t0 - Nec. Capital de Giro em t-1
<b>Indicadores de Rentabilidade</b>	
Giro do Ativo	Receita Operacional Bruta/ Ativo Total (médio)
Margem Bruta	Resultado Bruto/ Receita Líquida
Margem Líquida	Lucro Líquido/ Receita Líquida
ROA	Lucro Operacional/Ativo Total (médio)
ROE	Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido (médio)
<b>Estrutura de Capital</b>	
Relação D/E	Dívida Bruta /Patrimônio Líquido
Part. do Capital de Terceiros	Dívida Bruta / (Dívida Bruta + Patrimônio Líquido)
Dívida Líquida/EBITDA	Dívida Líquida/EBITDA
Cobertura de Juros	EBIT/ Despesa Financeira

Fontes: Ross, Westerfield e Jaffe (2007) e Póvoa (2007)

Após familiarizar-se com os demonstrativos financeiros, será iniciada a análise utilizando o modelo de fluxo de caixa para firma com os cálculos desenvolvidos como exposto no Capítulo 2. Para o cálculo do custo de capital próprio, o site do Damodaran servirá como base de dados para a obtenção da taxa livre de risco (5%), do prêmio de risco em mercado maduro (5,5%) e do beta não alavancado (0,98) e da relação D/E do setor de varejo (17,29%), sendo todos esses dados relativos à realidade americana.

No sentido de trazer esse custo de capital próprio para a realidade brasileira, será incluído no modelo CAPM o valor do risco-Brasil (*country risk*) em pontos. Como a

receita da Marisa depende apenas das vendas no mercado interno, pode-se incluir o prêmio de risco país através do modelo abaixo proposto por Damodaran (2008B):

[eq.8]

$$K_e = R_f + \beta (E(R_m) - R_f) + PRP_{\text{Brasil}}$$

onde:  $K_e$  = Custo do patrimônio líquido;

$R_f$  = Taxa Livre de Risco;

$\beta$  = Beta;

$(E(R_m) - R_f)$  = Prêmio de Risco das Ações em Mercado maduro (Ex. EUA);

$PRP_{\text{Brasil}}$  = Prêmio de Risco do Brasil.

O risco-brasil em pontos é calculado pelo JPMorgan sobre os títulos do tesouro americano e é disponibilizado diariamente para o Jornal Valor Econômico. Além de contabilizar o risco-brasil no modelo, é necessário converter o custo de capital próprio de dólares nominais para reais nominais já que todos os fluxos da empresa estão em reais. Para isso, será utilizado um diferencial histórico aproximado de Janeiro de 2004 a Dezembro de 2008 das médias da inflação brasileira (IPCA) e da americana (CPI) obtidas na base de dados da Bloomberg. Sabe-se que o ideal seria utilizar um valor projetado para essas contas, mas para efeito de simplificação, os dados passados foram considerados.

O cálculo do custo da dívida será calculado considerando o custo das últimas dívidas contratadas dispostas nas notas explicativas da empresa e no relatório do resultado do quarto trimestre de 2008, porém o mais correto seria atualizar o custo da dívida, ou seja, quanto a empresa pagaria se precisasse tomar uma nova dívida hoje.

## **4. IMPLEMENTAÇÃO - ESTUDO DE CASO: MARISA S.A.**

### **4.1 Características do Setor**

O setor varejista de vestuário é caracterizado pela sua grande pulverização devido às poucas barreiras à entrada de concorrentes. Segundo o site das lojas Riachuelo, a elevada concorrência faz com que as três maiores empresas de varejo no Brasil detenham juntas apenas cerca de 5% do mercado, contra cerca de 70% de *market share* das grandes redes em países desenvolvidos. Esse fato somado ao aumento do número de *shopping centers* nas últimas décadas e ao desenvolvimento das grandes redes de lojas de departamento de vestuário deve ser considerado quando se pensa no potencial de crescimento das empresas do setor no Brasil não somente de forma orgânica como também por meio de aquisições.

Ao mesmo tempo, de acordo com o IBGE (Prospecto Marisa, 2007), o Brasil apresenta características favoráveis como uma população predominantemente urbana vivendo próximas às lojas e uma população jovem, sendo cerca de 56% menores de 30 anos. Segundo diversas pesquisas, os jovens, por serem mais preocupados com a moda, possuem gastos com vestuário entre seus três maiores gastos mensais em todas as classes sociais analisadas. Vale destacar também a evolução da participação da mulher no mercado de trabalho com o conseqüente, aumento de seu poder aquisitivo para consumo pessoal.

Como principais destinos dos consumidores urbanos, os *shopping centers* apresentam boas oportunidades para a estratégia de expansão dos mercados varejistas de vestuário no Brasil, pois são capazes de concentrar de maneira conveniente, em um único estabelecimento, uma variedade de produtos que atendam a diversos interesses, além de oferecerem segurança, facilidade de acesso, estacionamento e outros serviços associados que são altamente valorizados pelos consumidores.

Outro fator relevante é a maior participação do comércio eletrônico no varejo, que através da inclusão digital principalmente das classes C e D, tem obtido elevado crescimento no faturamento nos últimos anos. Entretanto, para o setor varejista de vestuário especificamente, o comércio eletrônico não deve causar grandes impactos nas

vendas já que, em geral, os consumidores preferem ter a chance de ver e experimentar as roupas devido à falta de padronização dos tamanhos.

Assim como os outros setores relacionados ao consumo, o desenvolvimento do setor varejista de vestuário é altamente influenciado por fatores macroeconômicos como a variação do PIB, a evolução do crédito, redução da taxa de juros, expansão da massa dos salários reais, o aumento do emprego formal e o aumento do nível de confiança.

Como nos últimos anos a economia brasileira apresentou crescimento importante, o consumo foi bastante estimulado. A partir de tal crescimento econômico aliado principalmente a uma menor taxa de inflação nos últimos anos, à redução da taxa de desemprego, ao aumento do crédito pessoal e a uma política governamental de inserção social, as famílias de Classe C e D aumentaram seu poder de compra. Sendo a classe C, a maior classe social do Brasil de acordo com a ABEP (Associação Brasileira de Empresas de Pesquisa), já que muitos brasileiros das classes D e E passaram a fazer parte dela após a evolução da economia.

Consequentemente, o setor varejista tem focado cada vez mais em conquistar esse público. Com a aprovação do aumento do salário mínimo de R\$ 415 para R\$ 465 para fevereiro de 2009, acredita-se que o consumo dessas famílias continuará crescendo o que gera boas oportunidades para os varejistas.

Alguns desafios para impulsionar o setor ainda se concentram na redução das taxas de juros bancárias e na diminuição da inadimplência, apesar de algumas empresas já contarem com sistema de crediário próprio.

De acordo com a empresa Marisa S.A., os maiores riscos relacionados ao setor de varejo no Brasil são:

- Ser sensível a diminuições no poder de compra dos consumidores de baixa renda e a ciclos econômicos desfavoráveis;
- Ser caracterizado por uma concorrência intensa e crescente;
- Sentir nas operações o efeito das variações climáticas e da sazonalidade das vendas de produtos da moda.
- Existir a influência significativa do governo sobre a economia nacional podendo afetar seus negócios;

- Combate a inflação e os esforços do governo podem criar incertezas econômicas no país prejudicando suas operações;
- A instabilidade da taxa de câmbio pode afetar negativamente a situação financeira, resultado operacional e o valor de mercado das ações;
- Acontecimentos e a percepção de riscos em outros países, sobretudo em países de economia emergente, podem prejudicar o preço de mercado dos valores mobiliários brasileiros, inclusive o de suas ações;
- O setor é tradicionalmente muito fragmentado com poucas barreiras a entrada, aumentando o número de concorrentes ou despertando o interesse de redes internacionais adquirirem redes nacionais intensificando a concorrência.

#### **4.1.1 Concorrência**

O setor de varejo de vestuário no Brasil é altamente competitivo, porém com baixa concentração. É composto por lojas de departamentos locais, nacionais e internacionais, lojas de especialidades, lojas de desconto e comércio varejista.

A partir da década de 90, a entrada de grandes redes internacionais exigiu que os pequenos e médios comerciantes locais buscassem alternativas para a ampliação de suas vantagens competitivas. Para sobreviverem, os pequenos produtores precisaram criar novas estratégias de cooperação com empresas agropecuárias, setores industriais e exportadores gerando vantagens competitivas. Apesar de não terem a eficiência operacional das grandes redes em termos de fornecimento e escala, eles são capazes de competir com as grandes lojas por serem mais flexíveis e se adaptarem mais facilmente às preferências locais. Adicionalmente, segundo o prospecto da Marisa, alguns atuam de maneira informal na economia podendo assim praticar preços mais baixos. Do mesmo modo, em momentos de economia fraca, esses pequenos produtores estão mais expostos e podem sofrer mais do que as grandes redes.

Nos últimos anos, as grandes redes continuaram crescendo principalmente devido à diferenciação, à segmentação, à qualidade, aos avanços em tecnologia e controle e aos ganhos de escala. A busca pela fidelização de clientes, o atendimento, a capacidade de concessão de crédito também tem sido muito focados.



Entretanto, com o aumento da concorrência, existe uma tendência à concentração dos segmentos do setor, os quais poderão se beneficiar de economias de escala, da redução de custos e do aumento de eficiência logística. Essa cooperação pode ser favorável por evitar a concorrência desleal e o *dumping* diminuindo as “guerras de preços”.

No caso da Marisa, pertencente ao segmento de vestuário e de artigos de cama, mesa e banho, a concorrência é composta por lojas de rua de pequeno, médio e grande porte, supermercados, hipermercados, lojas de desconto, lojas especializadas assim como lojas de departamento nacionais e internacionais por terem uma maior variedade de mercadorias, preços mais atrativos ou ter maior disponibilidade de financiamento.

#### **4.1.1.1 Principais concorrentes e suas características**

**C&A:** uma das maiores redes de lojas de departamentos de vestuário no Brasil e no mundo, formada por cerca de 160 lojas em 2008, é uma rede internacional de vestuário voltada para jovens e idosos das classes B, C e D. (<http://pt.wikipedia.org/wiki/C&A>)

**Lojas Renner:** uma das três maiores redes de lojas de departamentos de vestuário no Brasil, contava com 110 lojas, sendo 103 instaladas em *Shopping Centers* e 7 em pontos centrais de cidades em dezembro de 2008. Seu público-alvo é de mulheres entre 18 e 39 anos de idade que estão na faixa de consumo média e média-alta da população brasileira (classes A- / B / C+). No final de 1998, a J.C. Penney Brazil Inc., subsidiária de uma das maiores redes de departamento americanas, adquiriu o controle da empresa o que gerou diversos benefícios operacionais contribuindo para um crescimento substancial da companhia a partir de então. Em 2005, a empresa passou a oferecer também serviços financeiros, tais como vendas financiadas, empréstimos pessoais e títulos de capitalização. A rede está presente em todas as regiões do país. (<http://www.lojasrenner.com.br/>)

**Riachuelo:** controlada da Guararapes é uma das maiores redes de lojas de departamentos de vestuário no Brasil. O seu grande diferencial é a integração entre varejo e indústria.

Além das opções de financiamento, a companhia oferece a seus clientes duas modalidades de empréstimo pessoal e uma série de seguros e assistências. Até o final do quarto trimestre de 2008, contava com 102 lojas distribuídas por todas as regiões do Brasil, sendo 43 na região Sudeste. Possui foco nas classes B e C. (<http://www.lojasriachuelo.com.br/ri/>)

**Leader:** possui cerca de 40 lojas concentradas sendo a maioria concentrada no estado do Rio de Janeiro e com foco nas classes C e D. ([www.leader.com.br](http://www.leader.com.br))

## 4.2 A Empresa Marisa

### 4.2.1 Histórico

A Marisa iniciou suas atividades em 1948 na cidade de São Paulo, sob o comando de Bernardo Goldfarb ao abrir sua primeira loja, a Marisa Bolsas.

Alguns anos mais tarde, o nome Marisa já era nacionalmente reconhecido como uma rede de lojas de moda feminina e moda íntima feminina.

A partir de 1952, iniciou sua expansão por todo o território nacional, abrindo novas lojas em Porto Alegre, Belo Horizonte, Salvador, Recife e Manaus e já em 1982, estava presente em todas as regiões do Brasil. Em 1990, seguindo as tendências do mercado de varejo, a Marisa inaugura sua primeira loja em *shopping center* na cidade de São Paulo.

A partir de 1999, a empresa desenvolveu um novo conceito de lojas para oferecer maior conveniência de compra a suas clientes e rejuvenescer a marca. As novas lojas passaram a contar com área de vendas superior a 1.200 m<sup>2</sup> oferecendo, além de moda feminina, moda masculina, moda infantil e cama, mesa e banho (apesar desse aumento, a moda feminina e moda íntima feminina ainda representam hoje (2008) cerca de 78% da receita líquida das operações de varejo da companhia). Além disso, introduziu o conceito de renovação diária de produtos nas lojas (*freshness*) para atrair constantemente as clientes.

Outras novidades iniciadas nessa mesma época foram a Marisa Virtual e o cartão de crédito *private label* (cartão Marisa). A Marisa Virtual se justifica por ampliar a base

de dados do público-alvo nas cidades brasileiras onde não está presente sendo os produtos oferecidos, os mesmos das lojas físicas. O cartão de crédito *private label* Marisa disponibiliza às clientes linhas de crédito rápido possibilitando o parcelamento da compra, o acesso a diversos tipos de seguros e a participação em promoções exclusivas. Vale ressaltar sua importância como uma ferramenta estimuladora das vendas já que aumenta o ticket médio por cliente, cria oportunidade de novas compras pelo fato de o pagamento das prestações ser efetuado apenas nas lojas Marisa e aumenta a receita devido aos juros cobrados (no final de 2008, este cartão representou 56,2% do total dos meios de pagamento).

Em 2000, foram criados dois centros de distribuição (Barueri e Goiânia). A partir de 2001, a fim de aprimorar e atualizar a imagem da marca desenvolveu uma nova fase de modernização, ampliação e padronização de suas lojas para a melhor exposição de mercadorias segmentadas por estilos de vida. Em 2003, foram introduzidos produtos vendidos sob a marca Marisa. Com isso, a companhia pode melhor segmentar seus produtos e clientes, oferecer *one-stop shop*, reduzir estoque e sobreposição de mercadorias, maximizar a área de vendas das lojas, reduzir o risco de *fashion miss* e ampliar seu público-alvo.

Em 2006, com o intuito de expandir os seus produtos financeiros oferecidos a sua base de clientes, iniciaram-se as atividades da SAX, uma instituição financeira com o objetivo de, entre outros, oferecer crédito pessoal para clientes selecionados do Cartão Marisa. Além disso, houve uma expansão acelerada na criação de lojas (áreas de vendas). Em outubro de 2007, a Marisa realizou sua oferta pública de ações de R\$ 506 milhões com as ações sendo negociadas a R\$ 10,00.

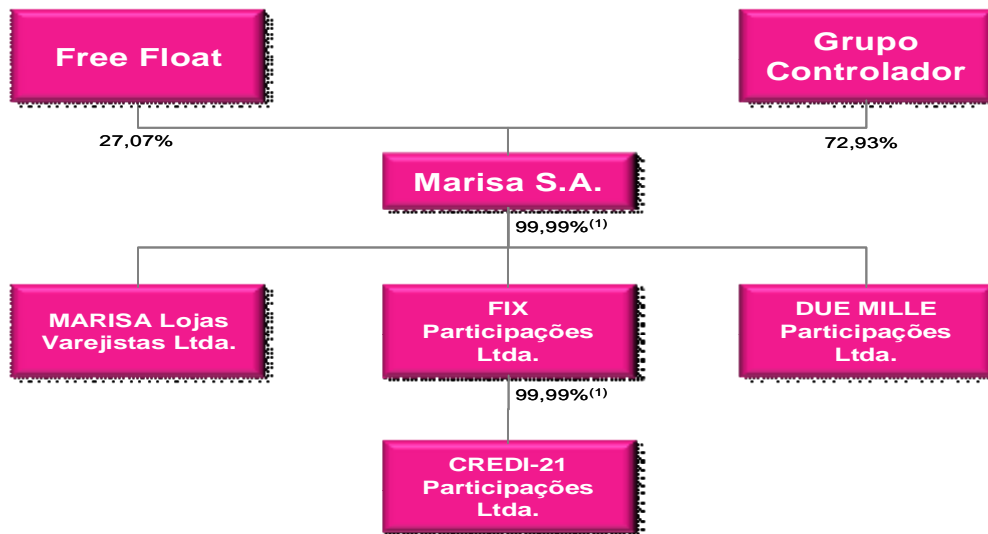
Em outubro de 2008, em parceria com o Itaú, a Marisa inaugurou seu novo cartão *co-branded* com perspectivas de melhorar os serviços de crédito oferecidos a seus clientes. Este cartão representa um acordo comercial de dez anos entre a Marisa e o Banco Itaú. Com a parceira, a Marisa obteve ingresso de R\$ 120 milhões no caixa, e passará a oferecer empréstimo pessoal e consignado e o Itaú, obteve acesso a toda a base de clientes da Marisa. Os resultados desse acordo serão divididos igualmente. A estimativa é que 1/3 da base de clientes converta para o cartão *co-branded* ao longo de cinco anos. Entretanto, a Marisa continua mantendo o controle e exclusividade sob o seu

cartão *private label*. A partir de dezembro de 2008, a Marisa passou a oferecer o novo cartão em suas lojas e espera conseguir maior fidelização dos clientes e crescimento de *portfolio* já que a rentabilidade de um cartão *co-branded* é de quatro a cinco vezes maior que um *private label*.

#### 4.2.2 Estrutura Societária

O Conglomerado Marisa é composto por várias empresas que atuam nos segmentos de varejo, atacado, serviços de logística, imobiliário, financeiro e cartão *private label*.

Tabela 2 – Estrutura Societária



(1) O 0,01% restante da participação pertence ao Grupo Controlador.

Fonte: Apresentação Institucional Marisa (Dezembro/2008)

**Marisa Lojas Varejistas Ltda. (“Marisa Lojas”):** tem por objetivo principal o comércio varejista de artigos de vestuários em geral e outros próprios de lojas de departamentos além de se dedicar à importação de mercadorias e à venda de produtos pela Internet.

**Due Mille Participações Ltda. (“Due Mille”):** tem por objetivo principal a prestação de serviços de manuseio, arrumação, carga e descarga de mercadorias de qualquer natureza; a administração geral em centrais de distribuição de mercadorias; e o encabidamento e a logística de cabides.

**Fix Participações Ltda. (“Fix”):** opera como uma *holding*, investindo em outras sociedades responsáveis pela administração de cartões de crédito próprio, o “Cartão Marisa”.

#### 4.2.3 Características da Empresa

A Marisa, a maior rede de lojas especializada em moda feminina e moda íntima feminina do Brasil, está presente em todas as regiões do país com experiência de mais de 20 anos em cada ofertando um *mix* de produtos com qualidade e adaptados para o público-alvo de cada região contando no final de 2008 com 217 lojas alugadas conforme abaixo.

Tabela 3 – Quantidade de Lojas por Região (posição em 31/12/08)

Região Geográfica	nº de lojas	Total de Área de Vendas	% de área total de vendas	% PIB Nacional	Lojas Shopping Center	Lojas de Rua
Sudeste	118	125.668	53%	57%	59	59
Sul	34	35.222	15%	17%	14	20
Nordeste	41	43.497	19%	13%	23	18
Norte	10	14.108	6%	5%	3	7
Centro-oeste	14	17.031	7%	9%	8	6
<b>Total</b>	<b>217</b>	<b>235.526</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>107</b>	<b>110</b>

Fonte: Marisa (DFP 2008)

Sua marca é nacionalmente reconhecida como sendo jovem, moderna e sensual sendo considerada uma das marcas mais lembradas em propagandas de TV em abril de 2008 em uma pesquisa da Datafolha (Apresentação Institucional Marisa 2008). Esse sucesso também pode ser atribuído ao seu slogan “De Mulher para Mulher”, com forte reputação com o público feminino.

Seu objetivo é atingir o público feminino de 20 a 35 anos de idade da Classe C através do desenvolvimento e da comercialização de produtos sob a marca “Marisa” e outras marcas consagradas. O perfil das clientes é de mulheres jovens e modernas, interessadas em se vestir bem e adquirir produtos de qualidade por um preço atrativo.

De acordo com a Marisa, outras forças da empresa são:

- Forte rede de distribuição e logística que podem suportar em torno de 40% de crescimento;
- Moda com preços acessíveis e margens atrativas;
- Moderna rede de lojas amplas e bem decoradas;

- Sistema de crédito flexível por meio dos cartões de crédito *private label* e *co-branded*;
- Administração qualificada e experiente voltada para resultados;
- Cultura da negociação agressiva com fornecedores (distribuição de compras com poucos fornecedores e parcerias de longo prazo);
- Incentivo a melhorias constantes via *benchmark* interno;
- Realização de pesquisas frequentes em centros de moda internacionais.

Ao mesmo tempo, existem também os riscos do negócio que, segundo a Marisa, são:

- Não obter sucesso na inauguração de novas lojas;
- Possuir alta exposição a riscos relacionados ao financiamento às clientes;
- Não responder de forma eficiente às mudanças nas tendências da moda e preferências do consumidor;
- Ter o desempenho financeiro afetado caso perca um ou mais dos executivos seniores;
- Não possuir o mesmo padrão de tecnologia de ponta de companhias estrangeiras em seu sistema de tecnologia da informação;
- Ter a gestão da companhia fortemente influenciada pela acionista controladora.

Pensando no futuro, a estratégia da Marisa envolve a expansão da rede de lojas com a abertura de novas e a ampliação daquelas que não estão de acordo com o conceito de modelo ampliado, mantendo seu contínuo crescimento e aumento de sua rentabilidade. Ao mesmo tempo, a empresa estuda aumentar a variedade de produtos oferecidos e reforçar o conceito de estilos de vida, além do fortalecimento e expansão das ofertas de produtos financeiros. Internamente, há um incentivo para o aumento da produtividade e da eficiência operacional. A empresa ainda estuda a possibilidade de aquisições que dependerão de perspectivas favoráveis para as condições macroeconômicas.

### **4.3 Aplicação da Análise**

Após a apresentação das características da Marisa e de suas concorrentes, sua estratégia e o setor de varejo, foi possível entender o negócio da empresa. No entanto, os demonstrativos financeiros ainda precisam ser estudados já que, a partir dessas

informações e das perspectivas para o setor e para a empresa, serão definidas as premissas para a realização do *valuation* segundo o modelo apresentado no Capítulo 2.

#### 4.3.1. Análise dos Demonstrativos Financeiros

A análise dos demonstrativos financeiros é fundamental para compreender a evolução da empresa ao longo do tempo até o momento atual através do estudo das contas do Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Para desenvolver sensibilidade sobre as contas mais representativas para a Marisa, foram feitas análises verticais apresentadas a seguir:

Tabela 4 – Análise Vertical: Ativo

<b>ANÁLISE VERTICAL - BALANÇO PATRIMONIAL</b>					
<b>ATIVO</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Ativo Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ativo Circulante	58,3	63,6	76,3	76,1	73,6
Disponibilidades	8,2	9,6	18,2	27,4	23,8
Créditos	50,1	53,8	49,1	38,9	41,6
Clientes	37,3	38,5	37,9	35,0	38,0
Créditos Diversos	2,2	3,4	11,2	3,9	3,5
Estoques	10,6	11,9	9,1	9,8	8,2
Ativo Realizável a Longo Prazo	7,9	10,6	5,1	5,7	6,0
Ativo Permanente	33,8	25,8	18,7	18,2	20,4
Investimentos	13,3	9,6	1,3	0,0	0,0
Imobilizado	19,7	14,6	15,2	15,4	17,0
Intangível	0,8	1,5	2,1	1,7	2,4
Diferido	0,1	0,1	0,1	1,1	1,1

Fonte: Marisa (Prospecto e Relatórios Trimestrais)

No Balanço Patrimonial, nota-se que na parte dos ativos, as contas mais representativas são Clientes, Imobilizado e Disponibilidades (a partir de 2006). A primeira demonstra uma característica da empresa de ter a grande parte de suas vendas pagas a prazo via especialmente o Cartão Marisa. A segunda representa principalmente as lojas da empresa, essencial para o seu negócio, e a terceira demonstra o impacto do IPO (*Initial Public Offer*) no ano de 2007 e do acordo com o Itaú no final do ano de 2008 no caixa da empresa.

Tabela 5 – Análise Vertical: Passivo

<b>ANÁLISE VERTICAL - BALANÇO PATRIMONIAL</b>					
<b>PASSIVO</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Passivo Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Passivo Circulante	40,5	52,3	70,6	42,2	35,9
Empréstimos e Financiamentos	13,6	19,1	33,3	23,7	16,1
Fornecedores	15,2	16,9	15,3	9,7	8,4
Impostos, Taxas e Contribuições	8,6	9,7	7,1	5,5	6,4
Dividendos a Pagar	-	0,6	2,5	0,2	-
Provisões	2,2	1,8	-	-	1,8
Dívidas com Pessoas Ligadas	0,0	3,1	9,5	0,5	0,3
Outros	1,0	1,1	2,9	2,7	2,9
Passivo Exigível a Longo Prazo	11,6	0,8	25,8	18,9	23,1
Empréstimos e Financiamentos	1,0	0,8	17,2	12,6	10,4
Provisões	9,9	8,0	7,5	5,6	5,0
Outros	0,7	0,5	1,2	0,7	7,6
Patrimônio Líquido	47,9	38,4	3,4	38,9	41,0
Capital Social Realizado	50,4	33,0	4,0	38,2	36,9
Lucros/Prejuízos Acumulados	(1,9)	(0,5)	(0,6)	-	3,4

Fonte: Marisa (Prospecto e Relatórios Trimestrais)

No passivo, vale destacar as contas empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos e o capital social. A primeira tem bastante representatividade especialmente no ano de 2006 que, curto e longo prazos somavam 50% do passivo total e a segunda também, porém perdeu espaço em 2006 com a significativa redução do capital social a qual logo foi retomada após o IPO. A empresa captou recursos para investimentos em expansão e como consequência, abriu no ano de 2007, cerca de 35 novas lojas.



Tabela 6 - Análise Vertical: DRE

<b>ANÁLISE VERTICAL - DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (DRE)</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(56,5)	(50,6)	(50,2)	(50,9)	(50,4)
Resultado Bruto	43,5	49,4	49,8	49,1	49,6
Despesas/Receitas Operacionais	(43,7)	(41,8)	(44,5)	(42,0)	(40,4)
Com Vendas	(34,3)	(30,6)	(34,9)	(33,5)	(31,1)
Gerais e Administrativas	(9,5)	(8,6)	(8,0)	(6,6)	(5,8)
LAJIR (EBIT)	(4,3)	8,3	6,1	7,1	9,1
Financeiras	(1,0)	(1,4)	(7,2)	(4,8)	(3,9)
Receitas Financeiras	4,0	4,9	11,3	7,6	7,3
Despesas Financeiras	(4,9)	(6,2)	(18,5)	(12,3)	(11,1)
Resultado Não Operacional	(1,7)	0,8	0,6	0,0	-
Resultado Antes Tributação/Participações	(7,0)	7,7	(0,5)	2,3	-
Provisão para IR e Contribuição Social	(2,0)	(3,4)	(2,1)	(1,3)	(2,2)
IR Diferido	1,1	0,5	2,5	3,0	0,3
Part. de Acionistas Não Controladores	(0,1)	(2,8)	(6,4)	(0,0)	(0,0)
Lucro/Prejuízo do Período	(8,0)	2,1	(6,6)	4,0	3,3

Fonte: Marisa (Prospecto e Relatórios Trimestrais)

No DRE, observa-se a representatividade das contas de Custos de Bens e/ou Serviços Vendidos e dentre as despesas, as despesas com vendas. Tais resultados fazem muito sentido para o varejo, um setor característico por margens baixas e custos elevados. As despesas com vendas chamam maior atenção por serem parte principal do negócio e por isso, tomam uma parcela grande da receita líquida.

#### **4.3.2. Estudo dos Indicadores**

A partir dos demonstrativos financeiros, pode-se calcular alguns indicadores que ajudam no entendimento da evolução da empresa. Na tabela abaixo, serão apresentados alguns deles.

Tabela 7 - Cálculo dos Indicadores

<b>Indicadores de Solvência</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Liquidez Corrente	1,44	1,22	1,08	1,80	2,05
Liquidez Seca	1,18	0,99	0,95	1,57	1,82
Liquidez Geral	1,27	1,40	0,84	1,34	1,35
<b>Indicadores de Atividade</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Prazo Médio de Recebimento (PMR)	111	130	160	151	145
Prazo Médio de Estoque (PME)	55	80	76	83	62
Prazo Médio de Pagamento (PMP)	79	113	128	82	64
Ciclo Operacional	166	210	236	234	207
Ciclo Financeiro	87	97	107	152	143
Necessidade de Capital de Giro	134.787	210.226	324.546	505.259	562.963
Varição da Nec.do Capital de Giro		75.439	114.320	180.713	57.704
<b>Indicadores de Rentabilidade</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Giro do Ativo		1,88	1,57	1,42	1,41
Margem Bruta	43,5%	49,4%	49,8%	49,1%	49,6%
Margem Líquida	-7,99%	2,07%	-6,57%	3,97%	3,35%
ROA		10,7%	6,4%	6,9%	8,7%
ROE		6,3%	-41,6%	16,0%	8,0%
<b>Estrutura de Capital</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Relação D/E	0,30	0,52	14,76	0,93	0,65
Part. do Capital de Terceiros	0,23	0,34	0,94	0,48	0,39
Dívida Líquida/EBITDA	(2,99)	0,93	4,34	1,02	0,20
Cobertura de Juros	(4,37)	5,96	0,84	1,48	2,35

Fonte: Marisa (Prospecto e Relatórios Trimestrais)

Em termos de solvência, destaca-se a boa capacidade de pagamento da empresa com altos índices de liquidez principalmente em 2007 e 2008, devido ao IPO e o acordo com o Itaú. Sua estrutura de capital mostra sua baixa alavancagem financeira exceto no ano de 2006, no qual houve a expressiva redução do capital social e aumento dos empréstimos e financiamentos. Além disso, é possível visualizar esse impacto no ROE de 2006. Outros dados interessantes a serem observados são o giro do ativo e as margens, as quais tendem a ser baixas sendo compensadas por um giro alto característico do setor de varejo.

Adicionalmente, destaca-se a alta necessidade de capital de giro da empresa como todo o setor varejista dado que grande parte de suas vendas são a prazo e o PMR (Prazo Médio de Recebimento) elevado em 2006 e 2007, devido ao aumento da inadimplência. No ano de 2008, houve uma queda do PMR devido ao impacto das medidas tomadas pela empresa para uma maior seletividade do crédito ofertado a seus clientes.

### 4.3.3 Principais Premissas e Perspectivas para a Marisa

#### 4.3.3.1 Premissas Macroeconômicas

Para elaborar a projeção é necessário definir as premissas macroeconômicas, premissas estas que influenciam diversos aspectos do modelo, como crescimento esperado do setor, conseqüentemente influenciando a evolução da receita bruta, ganho/perda de variação cambial no caso de empresas com ativos, disponibilidades ou dívidas em moeda estrangeira, custo do capital próprio e de terceiros, entre outras variáveis. Neste estudo, todos os dados utilizados relativos às premissas macroeconômicas foram obtidos através do relatório da Focus (Banco Central do Brasil) e do terminal da Bloomberg e estão expostos nas tabelas abaixo:

Tabela 8 – Premissas Macroeconômicas

<b>Premissas Macroeconômicas</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Inflação - IPCA	5,90%	4,25%	4,38%	4,50%	4,50%	4,50%
Crescimento do PIB	5,10%	0,00%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

Fonte: Relatório Focus (24/04/2009)

Tabela 9 – Dados Históricos

<b>Dados Históricos</b>	
Taxa anual CDI (2008)	12,38%
Diferencial Histórico CPI vs IPCA	2,00%

Fonte: Bloomberg (Jan/2004 a Dez/2008) e Notas explicativas 2008 (Marisa)

#### 4.3.3.2 Premissas para a empresa

A receita da Marisa advém das vendas de mercadorias (lojas) e da prestação de serviços (serviços do cartão Marisa). Entretanto, a parcela da prestação de serviços ainda não se mostra tão significativa contra a receita total sendo assim, as expectativas para estimar a evolução de sua receita nos próximos períodos basearam-se principalmente na expansão da revenda (vendas mesmas lojas e abertura de novas lojas).

No ano de 2008, a empresa abriu dezesseis novas lojas, fechou duas e remodelou catorze encerrando o ano com 217 lojas. Em 2009, pretende abrir mais seis novas lojas.

Considerando esse *guidance* da companhia para o ano de 2009, as premissas para os anos seguintes se basearam na possível melhora do cenário econômico, mas com uma visão ainda conservadora. Para as vendas por m<sup>2</sup> (vendas mesmas lojas), considerou-se um crescimento igual ao do IPCA e para o adicional sobre a área de vendas quando da abertura de novas lojas, utilizou-se a média de 1.300 m<sup>2</sup> por loja nova. No caso da abertura de novas lojas, considerou-se que a partir do ano de 2010, a empresa voltará a abrir em torno de 10 lojas por ano com a possível melhora no cenário econômico conforme representado na tabela a seguir.

Tabela 10 - Composição da Receita

Composição da Receita - Varejo	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Lojas Novas	35	16	6	10	11	12	13
Número Total de Lojas	201	217	223	233	244	256	269
Área de Vendas (m <sup>2</sup> )	207,2	235,5	243,3	256,3	270,6	286,2	303,1
Vendas por m <sup>2</sup>	5.802	5.971	6.225	6.498	6.790	7.096	7.415
Receita Líquida (R\$ mil)	1.202.182	1.406.244	1.514.565	1.665.374	1.837.415	2.030.792	2.247.491

Fonte: Relatório de Resultado do 4T08 (Marisa)

É importante ressaltar que, nos dois primeiros anos de uma loja, o aumento da receita não acompanha a velocidade das despesas iniciais geradas para sustentar o aumento da área de vendas. Portanto, esse descasamento entre receita e despesa prejudica a diluição das despesas com vendas em lojas novas. Segundo a Marisa (DFP 2008), cerca de 73% de suas lojas ainda não estão maturadas (lojas com idade maior de três anos). Por isso, nas linhas de resultado, o crescimento projetado das despesas com vendas evoluiu igual à receita líquida em 2009 e nos anos seguintes, foi considerado 90% dessa evolução devido à maior maturação das lojas. Já para o Custo das Mercadorias Vendidas, a margem bruta foi mantida fixa de acordo com o *guidance* da empresa evoluindo, portanto, como a receita líquida.

Com o comprometimento da empresa na busca por maior eficiência e diminuição de gastos na linha de despesas gerais e administrativas, supôs-se que essa conta crescerá de acordo com 80% da evolução da receita líquida. No caso das outras receitas e despesas administrativas, a projeção seguiu de acordo com o incremento da receita líquida. Por último, a linha de depreciação e amortização também se desenvolveu de acordo com a receita líquida já que a maior representatividade dessa conta se deve ao aluguel das lojas (benfeitorias em imóveis de terceiros).

Tendo a receita como base para projetar as demais linhas de resultado, estimaram-se os resultados da Marisa conforme a tabela a seguir.

Tabela 11 - Projeção das Contas de Resultado

Contas de Resultado ('000)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Receita Líquida Total	1.202.182	1.406.244	1.514.565	1.665.374	1.837.415	2.030.792	2.247.491
<i>Evolução %</i>	<i>37,3%</i>	<i>17,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,7%</i>
Custos Produtos e Serviços Vendidos	-612.147	-709.344	-763.984	-840.055	-926.837	-1.024.381	-1.133.690
<b>Lucro Bruto</b>	<b>590.035</b>	<b>696.900</b>	<b>750.581</b>	<b>825.318</b>	<b>910.578</b>	<b>1.006.410</b>	<b>1.113.801</b>
<i>Margem Bruta</i>	<i>49,1%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,6%</i>	<i>49,6%</i>
Despesas com Vendas	(365.312)	(437.508)	(471.209)	(513.436)	(561.172)	(614.326)	(673.324)
Despesas Gerais e Administrativas	(76.794)	(82.215)	(87.281)	(94.234)	(102.022)	(110.612)	(120.054)
Outras Rec / Despesas Operacionais	(22.866)	23.700	25.526	28.067	30.967	34.226	37.878
<b>EBITDA</b>	<b>125.063</b>	<b>200.877</b>	<b>217.617</b>	<b>245.716</b>	<b>278.350</b>	<b>315.698</b>	<b>358.301</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>10,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,9%</i>
Depreciação e Amortização	(39.895)	(72.738)	(78.341)	(86.141)	(95.040)	(105.043)	(116.252)
<b>EBIT</b>	<b>85.122</b>	<b>128.139</b>	<b>139.276</b>	<b>159.574</b>	<b>183.310</b>	<b>210.656</b>	<b>242.050</b>

Fonte: Marisa (Notas Explicativas 2008 e Relatório de Resultado do 4T08)

Após apresentar as principais contas de resultado, é importante mostrar os desembolsos de capital e as necessidades de capital de giro utilizados na projeção. Para o primeiro, sua evolução foi baseada no aumento do número de lojas novas e para o segundo, o ano de 2008 foi tomado como base com relação aos prazos médios (dias) e o cálculo foi realizado de maneira inversa (através dos dias chegou-se a um valor para cada conta) de acordo com a tabela a seguir:

Tabela 12 – Desembolsos de Capital e Necessidade de Capital de Giro

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Desembolsos de Capital (investimentos)</b>	<b>108.800</b>	<b>40.800</b>	<b>68.000</b>	<b>74.800</b>	<b>81.600</b>	<b>88.400</b>
<b>Necessidade de Capital de Giro</b>	<b>562.963</b>	<b>606.327</b>	<b>666.701</b>	<b>735.574</b>	<b>812.989</b>	<b>899.740</b>
Dias	143	143	143	143	143	143
Contas a pagar	125.881	135.577	149.077	164.478	181.788	201.186
Dias	64	64	64	64	64	64
Estoque	121.737	131.114	144.170	159.063	175.803	194.563
Dias	62	62	62	62	62	62
Contas a receber	567.107	610.790	671.608	740.989	818.973	906.363
Dias	145	145	145	145	145	145
<b>Varição da Nec. de Capital de Giro</b>		<b>43.364</b>	<b>60.373</b>	<b>68.873</b>	<b>77.415</b>	<b>86.751</b>

Fonte: Marisa (Notas Explicativas 2008 e Relatório de Resultado do 4T08)

#### 4.3.4 Taxas de Desconto

##### 4.3.4.1 Custo de Capital Próprio

Para o cálculo do custo de capital próprio (Ke), foi utilizado o modelo CAPM com a inclusão do risco-país proposta por Damodaran (2008B) conforme explicitado anteriormente. Como os dados estão em dólares nominais, foi necessário adicionar o

diferencial de inflação americana contra a brasileira (CPI vs IPCA) para que a taxa fosse convertida para reais nominais na fórmula [eq.8]. Os cálculos estão demonstrados abaixo utilizando as fórmulas [eq.5] e [eq.8]:

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1-t) \times (D/E)]$$

$$\beta_L = 0,98 [1 + (1-0,34) \times (17,29\%)] = 1,09$$

$$K_{eR\$ \text{ nominal}} = R_f + \beta (E(R_m) - R_f) + PRP_{\text{Brasil}} + (\text{Diferencial IPCA vs CPI})$$

$$K_{eR\$ \text{ nominal}} = 5,00 + 1,09 (5,50) + 4,28 + 2,00 = 17,28$$

Para o cálculo do Beta da Marisa, os dados disponíveis no site do Damodaran sobre o beta desalavancado e a relação D/E média do setor de varejo americano foram utilizados e a alíquota de imposto da Marisa de 34%. Já para o cálculo do custo de capital próprio, as fontes foram o site do Damodaran (taxa livre de risco e prêmio de risco de mercado dos Estados Unidos), Bloomberg (base histórica do CPI e IPCA) e Jornal Valor Econômico do dia 04/05/2009 (Prêmio de Risco do Brasil de dezembro de 2008).

#### 4.3.4.2 Custo da Dívida e WACC

Já para o cálculo do custo da dívida, foi utilizada uma taxa anual do CDI realizada em 2008, disponível nas notas explicativas do quarto trimestre de 2008 da Marisa somada ao *spread* histórico do custo da dívida da Marisa no valor de 108,2% do CDI conforme exposto no relatório do quarto trimestre de 2008 da Marisa. Portanto, chegou-se a um WACC de 13,89 %, conforme apresentado na tabela abaixo.

Tabela 13 - Custo da Dívida e WACC

<b>WACC - Custo Médio Ponderado de Capital</b>	
Custo da Dívida	13,40
Participação do Capital de Terceiros	40,11
Alíquota IR/CS	34,00
Custo Dívida após IR/CS	8,84
CAPM - Custo de Capital Próprio	17,28
<b>WACC (R\$)</b>	<b>13,89</b>

Fontes: Marisa (Notas Explicativas 2008 e Relatório do 4T08).

Para o cálculo da participação do capital de terceiros, foram utilizadas os empréstimos e financiamentos da empresa de curto e longo prazos apresentados em dezembro de 2008 e o valor de mercado de suas ações no dia 30/12/08.

#### 4.3.5 Resultado da Projeção

A avaliação da empresa foi realizada através do Fluxo de Caixa para a Firma (*Free Cash Flow to the Firm*) descontada ao custo médio ponderado de capital (WACC) de 13,89%, conforme mencionado anteriormente. O crescimento considerado na perpetuidade (g) foi o valor projetado para o IPCA de 4,5%, assim o valor justo por ação alcançou R\$ 4,46. Nas tabelas a seguir, é possível observar os cálculos realizados para se chegar ao preço justo da ação.

Tabela 14 – Fluxo de Caixa para a Firma

FCFF	2009	2010	2011	2012	2013	Perp.
EBIT	139.276	159.574	183.310	210.656	242.050	252.942
Alíquota de Imposto	34%	34%	34%	34%	34%	34%
EBIT (1-t)	91.922	105.319	120.984	139.033	159.753	166.942
Depreciação e Amortização	78.341	86.141	95.040	105.043	116.252	121.483
Desembolsos de Capital (investimentos)	-40.800	-68.000	-74.800	-81.600	-88.400	-92.378
Varição na Nec. de Capital de Giro	-43.364	-60.373	-68.873	-77.415	-86.751	-90.655
<b>Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)</b>	<b>86.099</b>	<b>63.087</b>	<b>72.351</b>	<b>85.061</b>	<b>100.853</b>	<b>105.391</b>
<b>Fluxo de Caixa Descontado - V. Presente</b>	<b>75.597</b>	<b>48.635</b>	<b>48.974</b>	<b>50.554</b>	<b>52.628</b>	<b>54.997</b>

Fontes: Relatório do 4T08 (Marisa)

Tabela 15 - Resultado da Projeção

<b>Resultado da Projeção</b>	
Somatório do Fluxo de Caixa Descontado	276.388
Taxa de Crescimento na Perpetuidade	4,50%
Valor Presente da Perpetuidade - Dez/2008	585.556
Disponibilidades (R\$ mil) - Dez/2008	355.557
Dívida Bruta CP (R\$ mil) - Dez/2008	239.665
Dívida Bruta LP (R\$ mil) - Dez/2008	155.722
<b>Valor da Empresa (R\$ mil) - Dez/2008</b>	<b>822.114</b>
Número de Ações (milhares)	184.503
<b>Valor Justo por Ação</b>	<b>R\$ 4,46</b>
Cotação em 30/12/08	R\$ 3,20
Potencial de Valorização	39,24%

Fontes: Relatório Focus, Bloomberg e Marisa.

## 5. CONCLUSÃO

A avaliação por fluxo de caixa descontado é a mais amplamente adotada por analistas de investimento profissionais pela capacidade de sumarizar as decisões estratégicas e operacionais de uma empresa através da projeção, além dos riscos inerentes e a estrutura de capital através da taxa de desconto. Entretanto, isto não significa que ela seja um método de avaliação inquestionável e completamente seguro.

Conforme observado ao longo desse estudo, a avaliação por fluxo de caixa se mostrou essencialmente quantitativa na parte teórica, porém, no estudo de caso provou sua real complexidade e subjetividade. Complexa, por demandar um alto grau de conhecimento da empresa, de suas concorrentes e do setor e ao mesmo tempo, olhar crítico do analista. E subjetiva, por depender da definição das premissas para a economia e para as principais contas da empresa, variáveis estas que não podem ser controladas pelo avaliador dependendo apenas de suas percepções com relação ao futuro. Como consequência, não há qualquer garantia de que estas estimativas estarão totalmente em linha com os resultados futuros da empresa em questão.

Para o estudo de caso da Marisa, foi feita uma abordagem simplificada sobre o método de fluxo de caixa descontado para a firma buscando apresentar os pontos principais para se chegar ao preço justo de R\$ 4,46 por ação para dezembro de 2008, um potencial de valorização de 39,24% considerando a cotação de R\$ 3,20 do dia 30/12/08. É importante ressaltar que este é um trabalho acadêmico e, portanto, não representa uma recomendação de investimento.

Apesar da escolha do modelo de fluxo de caixa descontado, é importante destacar que este não pode ser considerado uma metodologia superior às demais já que para qualquer avaliação é necessário escolher o modelo a ser utilizado conforme a disponibilidade de tempo, informações e recursos disponíveis. Além disso, muitos profissionais costumam utilizar mais de um modelo de avaliação para que seja possível fazer uma análise conjunta dos resultados confirmando as projeções. Por isso, como sugestão para novos trabalhos, consideraria um estudo comparativo entre diversos modelos de avaliação para mensurar o valor de uma empresa.



## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, Aswath. Avaliação De Investimentos: Ferramentas e Técnicas Para Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Ed. Qualitymark, 1997. 630 p.

\_\_\_\_\_ (A) *What's the riskfree rate?*. Dezembro 2008. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 01 fev. 2009.

\_\_\_\_\_ (B) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Dezembro 2008. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 01 fev. 2009.

\_\_\_\_\_ *The Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Novembro 2006. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 01 jan. 2009.

LIMA, V. S. ; BEIRUTH, A. X. ; SCALZER, R. S. ; ILHA, H. F. . Análise Fundamentalista e Avaliação de Empresas: uma investigação teórica e um estudo de caso na Aracruz Celulose. In: X Fórum de Estudantes de Ciências Contábeis, 2007. Fórum de Estudantes de Ciências Contábeis.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: Como Precificar Ações*. Ed. Globo, 2007. 373 p.

ROGERS, P.; DAMI, A.; RIBEIRO, K. Fluxo de Caixa Descontado como método de avaliação de empresas: o estudo de caso da Petrobrás Distribuidora S.A. In: XXIV Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2004.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira*. São Paulo, Ed. Atlas, 2007. 776p.

VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 6 ed., São Paulo, Ed Atlas, 2005.

Sites:

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

[www.marisa.com.br/ri/](http://www.marisa.com.br/ri/)

[pt.wikipedia.org/wiki/C&A](http://pt.wikipedia.org/wiki/C&A)

[www.lojasrenner.com.br](http://www.lojasrenner.com.br)

[www.lojasriachuelo.com.br/ri/](http://www.lojasriachuelo.com.br/ri/)

[www.leader.com.br](http://www.leader.com.br)

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)