



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Fernanda Oliveira Pereira

UMA ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS LOJAS RENNER

Rio de Janeiro

2022

Fernanda Oliveira Pereira

UMA ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS LOJAS RENNER

Monografia apresentada ao Programa de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Margarida Sarmiento Gutierrez

Coorientador: Prof. Raphael Moses Roquete

Rio de Janeiro

2022

FERNANDA OLIVEIRA PEREIRA

UMA ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DAS LOJAS RENNER

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 1/7/2022.

MARGARIDA MARIA GOMES PEREIRA SARMIENTO GUTIERREZ - Presidente

Professora Dra. da COPPEAD da UFRJ

RAPHAEL MOSES ROQUETE

Professor Dr. da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da UFRJ

ALEXANDRE BARROS DA CUNHA

AGRADECIMENTOS

Gostaria de começar esse trabalho agradecendo ao meu pai, Sandro Santos Pereira, que sempre me incentivou a estudar e se dedicou ao máximo para que eu tivesse a melhor educação possível, assim como à minha mãe, Miriam Célia Oliveira Pereira, por sempre estar presente e se dedicando para que eu tivesse as melhores condições. Também gostaria de agradecer à minha irmã, Priscila Oliveira Pereira, pelo apoio e ótimas conversas, minha avó, Beatriz Santos Pereira da Cunha, e ao meu tio, Sérgio Santos Pereira, por sempre estarem presentes na minha vida, me dando ótimos conselhos e ajudando a mim e a minha família em tudo o que puderam. Por fim, gostaria de agradecer à minha orientadora, a Prof. Margarida Sarmiento Gutierrez, pelas ótimas aulas, pelo incentivo dado aos alunos em relação ao curso, pela orientação e atenção.

RESUMO

O presente trabalho buscou realizar uma análise econômico-financeira das Lojas Renner S.A., negociada na bolsa de valores de São Paulo, a B3, sob o ticket LREN3, através do método de fluxo de caixa descontado. Para isso, começou-se descrevendo a conjuntura atual e a necessidade da utilização da avaliação de empresas nesse contexto. Em seguida, as principais metodologias de análise de ações foram explicitadas, assim como os principais métodos e abordagens de avaliação de empresas sob a ótica fundamentalista. Após descrever as principais fórmulas e premissas utilizadas, a partir de dados históricos, o modelo de fluxo de caixa descontado foi aplicado utilizando o fluxo de caixa da empresa descontado pelo custo médio ponderado do capital, com uma projeção explícita de 2021 a 2025 e calculando o período restante através da perpetuidade. O resultado foi condizente com o preço atual das ações da empresa.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; Lojas Renner; Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

The present work aimed to carry out an economic-financial analysis of Lojas Renner S.A., traded on the São Paulo stock exchange, B3, under the LREN3 ticket, using the discounted cash flow method. For this, this work described the current situation and the necessity of companies' evaluation in this context. Then, the main stock analysis schools were explained, as well as the main methods and approaches to evaluate a company based on the fundamental analysis. After describing the main formulas and assumptions used, the discounted cash flow method was applied using free cash flow to firm, which was discounted by the weighted average cost of capital with an explicit projection from 2021 to 2025 and calculating the remaining period through perpetuity. The result was consistent with the company's current share price.

Keywords: Valuation; Lojas Renner; Discounted Cash Flow.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Métodos de Valuation.....	12
Tabela 2 – Fluxo de Caixa do Acionista	15
Tabela 3 – Fluxo de Caixa da Empresa	15
Tabela 4 – Tabela de Múltiplos	16
Tabela 5 - Exemplo de Balanço Patrimonial	21
Tabela 6 – Exemplo de Demonstração do Resultado do Exercício.....	22
Tabela 7 – Dados Históricos do Balanço Patrimonial (Ativo)	27
Tabela 8 – Dados Históricos do Balanço Patrimonial (Passivo e Patrimônio Líquido).....	28
Tabela 9 – Dados Históricos da Demonstração do Resultado do Exercício	29
Tabela 10 – Projeção da Receita Líquida para o ano de 2021	30
Tabela 11 – Projeção da Receita Líquida	30
Tabela 12 – Projeção do Custo do Produto Vendido	30
Tabela 13 - Projeção das Despesas.....	31
Tabela 14 – Projeção do CAPEX	31
Tabela 15 – Projeção da Depreciação.....	31
Tabela 16 – Projeção da Variação do Capital de Giro	32
Tabela 17 – Cálculo do Custo do Capital Próprio	33
Tabela 18 – Cálculo do WACC.....	34
Tabela 19 – Projeção do Fluxo de Caixa da Empresa	34
Tabela 20 – Cálculo do Período Explícito.....	35
Tabela 21 – Cálculo da Perpetuidade	36
Tabela 23 – Cálculo do Preço Alvo da Ação	36

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	11
2.1	ESCOLA GRÁFICA E TÉCNICA	11
2.2	ESCOLA FUNDAMENTALISTA	11
2.3	MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	12
2.3.1	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado	14
2.3.2	Avaliação Relativa por Múltiplos.....	15
2.3.3	Direitos Contingentes	17
2.4	MODELOS MAIS UTILIZADOS	17
2.5	CONCLUSÃO.....	18
3	METODOLOGIA.....	19
3.1	DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.....	19
3.1.1	Balanco Patrimonial	19
3.1.2	Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	21
3.2	CAPITAL DE GIRO	22
3.3	CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO.....	23
3.4	BETA.....	24
3.5	CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL (CMPC OU WACC)	24
3.6	VALOR RESIDUAL.....	25
4	AVALIAÇÃO.....	25
4.1	HISTÓRIA DA EMPRESA	25
4.2	PROJEÇÕES	27
4.2.1	Dados Históricos	27
4.2.2	Crescimento da Receita	29
4.2.3	Custos, Despesas Operacionais e Administrativas, CAPEX e Depreciação.....	30
4.2.4	Varição do Capital de Giro.....	31
4.2.5	Custo do Capital Próprio	32
4.2.6	Custo do Capital de Terceiros	33
4.2.7	Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC Ou WACC)	33

4.2.8	Fluxo de Caixa da Empresa	34
4.2.9	Período Explícito.....	35
4.2.10	Perpetuidade	35
4.2.11	Preço Alvo da Ação.....	36
5	CONCLUSÃO.....	36

1 INTRODUÇÃO

Todos, em algum momento da vida, precisam decidir o quanto poupar, assim como onde alocar essa poupança. Seja para a aposentadoria, para fazer uma viagem, para comprar uma casa ou um carro, o nível poupado e o investimento escolhido faz toda diferença no sucesso do planejamento.

Nos últimos anos, com a taxa Selic caindo e atingindo sua mínima histórica em 2020, os investimentos em renda variável, particularmente em ações, cresceram. Isso acontece porque, com a taxa básica da economia mais baixa, os investimentos em renda fixa, os quais sempre foram os preferidos no país, perderam parte de sua atratividade devido à baixa rentabilidade e os agentes financeiros, buscando maiores retornos, se voltaram para a renda variável.

No ano de 2021, no entanto, tal taxa vem crescendo devido a condições macroeconômicas derivadas da pandemia de COVID-19. Todavia, os indivíduos estão se conscientizando sobre a importância da educação financeira e, assim, estão buscando se educar sobre o tema e expandir seus horizontes de investimento. Nesse sentido, segundo a B3 (2021a), a bolsa brasileira atingiu 4 milhões de contas na renda variável, com 3,4 milhões de investidores individuais, no terceiro trimestre de 2021, um crescimento de 30% e 29% frente ao mesmo trimestre de 2020, respectivamente. O número de fusões e aquisições também vem crescendo nos últimos anos, já que, segundo a KPMG (2021), o Brasil registrou 375 operações de fusões e aquisições no primeiro trimestre de 2021, o maior número em 20 anos. Além disso, o número de IPO (*Initial Public Offering*, ou Ofertas Públicas Iniciais em português) e *follow-on* (emissões subsequentes de ações) vem crescendo novamente, já que, segundo a B3 (2021b), o número de ofertas públicas no ano de 2021 foi de 69 até o fim de setembro, o maior desde 2007.

Desta forma, há cada vez mais a necessidade da utilização de métodos de avaliação de empresas, ou seja, de métodos que busquem chegar ao valor justo desta. Neste sentido, o presente trabalho pretende aplicar o método de fluxo de caixa descontado para avaliar as Lojas Renner S.A, negociada no mercado sob o ticket LREN3. O trabalho será dividido em: introdução, com uma breve explicação da conjuntura atual e da necessidade da utilização dos métodos de avaliação de empresas no âmbito desta; revisão bibliográfica; a qual discorrerá sobre os diferentes métodos de avaliação de empresas, os mais usados e o porquê; metodologia, a qual entrará mais a fundo nas fórmulas e premissas da avaliação por fluxo de caixa descontado; avaliação, a qual apresentará o valuation da empresa e conclusão, resumando as considerações finais sobre o trabalho.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A fim de compreender os diferentes métodos de avaliação de empresas, seus objetivos, diferenças e metodologias, é preciso observar a literatura existente.

2.1 ESCOLA GRÁFICA E TÉCNICA

Nesse sentido, Póvoa (2012) expõe a existência de duas escolas para a análise de ações: a escola Gráfica e Técnica e a escola Fundamentalista. Segundo o autor, a primeira escola parte do princípio da eficiência dos mercados, ou seja, toda informação existente é conhecida por todos os agentes ao mesmo tempo, assim como estes a interpretam da mesma forma e, por isso, o preço das ações é ajustado instantaneamente a cada novo acontecimento.

Como métodos para o apreçamento, a escola Gráfica recorre à definição de figuras nos gráficos dos preços das ações, tendo como base uma premissa adicional: o mercado tende a repetir os movimentos do passado. Como exemplos de figuras gráficas amplamente utilizadas tem-se as linhas de tendência, as de suporte e resistência e os topos e fundos duplos. Já baseada nesta última premissa, a escola Técnica utiliza a matemática e a estatística como seu principal instrumento, através de indicadores como médias móveis, índice de força relativa e índice estocástico, aliada à observação do comportamento passado (PÓVOA, 2012).

O grande problema da escola gráfica/técnica é que a premissa de mercados eficientes não é aceitável no mundo real, já que os agentes não recebem as informações ao mesmo tempo, assim como não as interpretam da mesma forma. No entanto, essa falta de aderência com a realidade não tira o mérito da premissa, já que muitos estudos usam modelos mais básicos como ponto de partida (PÓVOA, 2012).

2.2 ESCOLA FUNDAMENTALISTA

O outro método de avaliação de empresas é a partir da escola fundamentalista. Segundo Póvoa (2012), esta escola parte de dados macroeconômicos, setoriais e específicos à empresa estudada para definir seu “valor justo”. Diferentemente da escola gráfica e técnica, a escola fundamentalista não assume a eficiência dos mercados, acreditando, assim, que os preços não refletem o valor justo das empresas. Isso porque as informações são assimétricas, ou seja,

cada agente do mercado as recebe em momentos diferentes, não as interpretam da mesma forma, assim como nem sempre a informação está disponível para todos.

Para valorar um ativo, a escola fundamentalista conta com duas abordagens de análise: a análise *top down* e a *bottom up*. A primeira análise parte da premissa de que a influência mais importante para o valor de uma ação provém de dados macroeconômicos e, assim, a valoração é feita através de um conjunto de informações, tais como taxa de juros, câmbio, PIB, dentre outras. Dessa forma, as decisões de investimento tomadas levam em consideração de um horizonte mais genérico de informações (PÓVOA, 2012). Já a análise *bottom up* é mais detalhista, utilizando todas as variáveis, tais como as macroeconômicas, mas também relativas à empresa, tais como vendas, custos, estrutura de capital, dentre outras, em um modelo econômico-financeiro a fim de atingir o valor justo da empresa. Embora muitos acreditem que são análises dicotômicas, na verdade, são complementares (PÓVOA, 2012).

Dessa forma, o presente trabalho irá utilizar a análise fundamentalista, através das análises *top down* e *bottom up*, para valorar as Lojas Renner S.A.

2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Entrando nos diferentes tipos de modelos de avaliação de empresas, Fernández (2007) divide os métodos de valuation em seis categorias: os com base no balanço patrimonial, na demonstração do resultado do exercício, no goodwill, no fluxo de caixa descontado, na criação de valor e em opções. Para fins do presente trabalho, os métodos mais famosos e utilizados serão detalhados.

Tabela 1 – Métodos de Valuation

MÉTODOS DE VALUATION					
Balanço Patrimonial	DRE	Mistos/Goodwill	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
Valor Patrimonial	Múltiplos de Lucros - P/E	Método Clássico	Fluxo de Caixa ao Acionista	EVA	Black & Scholes
Valor Patrimonial Ajustado	Valor dos Dividendos	Método UEC Simplificado	Dividendos	Lucro Econômico	Opções de Investimento
Valor de Liquidação	Múltiplos de Vendas	Método UEC	Fluxo de Caixa Descontado	Cash Value Added	Expandir o projeto
Valor de Reposição	P/EBITDA	Renda Abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Atrasar o investimento
	Outros Múltiplos	Outros	APV		Usos alternativos

Fonte: Fernández (2007), adaptado pela autora.

Nesse contexto, de acordo com o autor, os métodos baseados no balanço patrimonial buscam avaliar uma empresa com base na estimativa de valor de seus ativos. Embora seja um método simples de ser aplicado, já que os valores, em sua maioria, estão no balanço patrimonial, esse tipo de abordagem tem como maiores desvantagens o fato de não levar em consideração o valor do dinheiro no tempo, o futuro da empresa ou outros fatores que afetam o seu valor, mas que não estão no balanço patrimonial, tais como capital humano, qualidade da organização da empresa, dentre outros (FERNÁNDEZ, 2007). Como exemplo dos métodos incluídos nessa abordagem, segundo Fernández (2007), pode-se citar:

1. Valor patrimonial: Nada mais é do que o valor do patrimônio líquido registrado no balanço patrimonial. Este é calculado pela diferença entre ativo e passivo.
2. Valor patrimonial ajustado: É o valor dos ativos menos passivos, levando em conta o seu valor de mercado, e não o valor patrimonial. Este método é uma tentativa de levar em conta as variações da moeda no tempo, assim como as variações de valor dos ativos.
3. Valor de liquidação: É o valor da empresa se esta acabasse hoje e todos os ativos fossem vendidos e as dívidas, liquidadas. É calculado como a diferença entre as despesas de liquidação e o valor patrimonial ajustado. É um método restrito, pois só tem utilidade quando a empresa ou o negócio tiver previsão de ser vendido, não sendo válido, portanto, para empresas que têm uma previsão de vida ilimitada.
4. Valor de reposição dos ativos: É o valor do investimento necessário para construir do zero uma empresa idêntica à que está sendo avaliada. Não inclui os ativos não operacionais da empresa (ex: propriedades não utilizadas, holdings em outras empresas, dentre outros).

Damodaran (2012) chama essa abordagem de avaliação de empresas baseada em ativos. No entanto, tal abordagem não é um substituto para os métodos de fluxo de caixa descontado, avaliação relativa por múltiplos ou avaliação por direitos contingentes, as quais serão discutidas abaixo, pois um ou mais de seus métodos (ex: valor de liquidação e valor de reposição) acabam utilizando uma ou mais das três abordagens citadas para chegar ao valor final (DAMODARAN, 2012).

Segundo Damodaran (2012), há três principais abordagens para a avaliação de empresas: a do fluxo de caixa descontado, a de avaliação relativa, através de múltiplos, e a de direitos contingentes. Segundo o autor, a avaliação por fluxo de caixa descontado valora um

ativo de acordo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros deste. Já a avaliação relativa utiliza como método de valoração o preço de ativos comparáveis em relação a uma variável em comum, como lucros ou vendas. Por fim, a avaliação por direitos contingentes se trata de métodos que utilizam modelos de apreçamento de opções para determinar o valor de ativos.

2.3.1 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação por fluxo de caixa descontado avalia um ativo como o valor presente de todos os seus fluxos de caixa futuros. Para isso, os desconta a uma taxa que reflete o risco associado à geração de tal fluxo (DAMODARAN, 2012).

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Em que:

FC_t = Fluxo de caixa no período t ;

r = taxa de desconto que reflete o risco associado à geração dos fluxos de caixa;

n = período de vida do ativo que gera o fluxo de caixa.

Segundo Damodaran (2012), há dois métodos de se valorar um ativo pelo fluxo de caixa descontado: o primeiro é utilizando o fluxo de caixa dos acionistas e o segundo, utilizando o fluxo de caixa da empresa. Embora ambos os fluxos de caixa devam ser calculados após os reinvestimentos necessários, pagamento das despesas operacionais e dos impostos, quando se utiliza o fluxo de caixa livre para os acionistas, este é calculado após o pagamento dos juros e do principal das dívidas. Já o fluxo de caixa livre para a firma leva em consideração os fluxos de caixa para todos os que têm direitos sobre a empresa.

Tabela 2 – Fluxo de Caixa do Acionista

FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA
Lucro Líquido
+ Depreciação e Amortização
- CAPEX
-Variação no Capital de Giro
-Pagamentos do Principal das Dívidas
+ Entradas de Caixa Decorrentes de Novas Emissões de Dívidas
<hr style="border: 0.5px solid black;"/>
Fonte: Damodaran (2012).

Tabela 3 – Fluxo de Caixa da Empresa

FLUXO DE CAIXA PARA A EMPRESA
EBIT*(1 - Alíquota de Impostos Marginal)
+ Depreciação
-CAPEX
-Variação no Capital de Giro
<hr style="border: 0.5px solid black;"/>
Fonte: Damodaran (2012).

Essa diferenciação também tem impacto no cálculo da taxa de desconto. Ao se valorar um ativo por meio dos fluxos de caixa do acionista, a taxa de desconto apropriada é o custo do capital próprio ou a taxa de retorno requerida pelos detentores de ações de uma firma. Para isso, geralmente o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, ou Método de Precificação de Ativos Financeiros, em português) é utilizado. Já ao se valorar um ativo por meio dos fluxos de caixa da firma, é necessário utilizar uma taxa de desconto que leve em conta tanto o custo do capital próprio quanto o custo de capital de terceiros (taxa de retorno requerida pelos detentores de dívidas ou equivalentes de dívidas). Para isso, o custo médio ponderado do capital (CMPC ou WACC, sigla em inglês para *Weighted Average Cost of Capital*) é utilizado.

No entanto, embora diferentes fluxos de caixa e taxas de desconto sejam utilizadas, se construídos corretamente e com as mesmas premissas, ambos os métodos devem resultar no mesmo valor para o acionista (DAMODARAN, 2012).

O método dos fluxos de caixa descontados é mais fácil de se utilizar quando os fluxos de caixa presentes são positivos, quando uma projeção dos fluxos de caixa relativamente confiável puder ser feita para o futuro e quando uma proxy para o risco puder ser utilizada para se obter a taxa de desconto (DAMODARAN, 2012).

2.3.2 Avaliação Relativa por Múltiplos

Segundo Damodaran (2012), em uma avaliação relativa, um ativo é valorado com base no preço de ativos comparáveis. Tais preços são padronizados utilizando variáveis como lucros, fluxo de caixa, valor contábil ou receita (DAMODARAN, 2012). De acordo com Fernández (2007), muitos desses múltiplos se enquadram na categoria dos métodos de valuation com base na demonstração do resultado do exercício, pois utilizam variáveis como lucros e vendas para valorar uma empresa. Ainda de acordo com Damodaran (2012), os múltiplos podem ser utilizados para comparações entre firmas ou comparações com múltiplos anteriores da firma.

Tabela 4 – Tabela de Múltiplos

MÚLTIPLOS DE VALOR EMPRESARIAL	MÚLTIPLOS DE VALOR DE MERCADO
VE/Ativo Total	Preço/Patrimônio Líquido (P/PL ou P/Book Value)
VE/Valor Patrimonial dos Ativos	Preço/Lucro Líquido (P/L)
VE/Receita	Preço/Fluxo de Caixa para o Acionista
VE/EBITDA	
VE/EBIT	
VE/NOPAT	
VE/Fluxo de Caixa para a Empresa	

Fonte: Nascimento (2014) apud Martelanc, Pasin e Pereira (2010).

A principal vantagem dos múltiplos recai em sua simplicidade e facilidade de uso. No entanto, existem desvantagens. De acordo com Damodaran (2012), a avaliação de múltiplos se torna mais difícil de ser utilizada quando não existem muitas firmas comparáveis, caso do Brasil, quando a receita é pequena ou não existe e quando os lucros são negativos. Além disso, ao se utilizar múltiplos na determinação de valor, se está assumindo que o mercado precifica corretamente os ativos na média, mas que pode errar na precificação de determinados ativos, erros que poderão ser identificados pela comparação de diferentes múltiplos e que serão eliminados pelo mercado com o tempo (DAMODARAN, 2012). Nesse sentido, a utilização dos múltiplos se constrói em cima das premissas e avaliações que o mercado está fazendo. Se o mercado está supervalorizando os ativos de um setor e, assim, os múltiplos médios de tal setor estiverem supervalorizados, ao se utilizar tais múltiplos para avaliar uma empresa em particular, tal valoração também estará acima do valor real da empresa. O mesmo pode acontecer quando o mercado estiver subvalorizando um setor.

Por fim, outra desvantagem dos múltiplos é sua facilidade de manipulação, principalmente ao escolher as empresas comparáveis, já que é possível escolher um grupo de empresas para confirmar um determinado viés, dado que o conceito de firmas comparáveis é

subjetivo devido ao fato de que nenhuma firma é exatamente igual em suas premissas (DAMODARAN, 2012).

2.3.3 Direitos Contingentes

Quando o valor dos fluxos de caixa de um ativo depende de um evento ocorrer ou não, ou se um direito só será exercido mediante a realização de alguma contingência, os métodos anteriores não são adequados para a valoração. Nesse caso, é preciso utilizar modelos de precificação de opções, já que os modelos tradicionais de fluxo de caixa descontados irão, nesse caso, subavaliar o ativo em questão por não levar em conta o fluxo de caixa adicional gerado pela contingência ou evento (DAMODARAN, 2012).

Uma das suposições feitas ao utilizar tais modelos é que o mercado irá reconhecer quando um evento ou contingência puder afetar o valor de uma ação ou ativo, assim como está precificando ou irá precificá-lo levando em conta essa informação (DAMODARAN, 2012).

Além disso, há problemas em se utilizar modelos de precificação de opções para valorar opções de longo prazo de ativos privados, tais como as suposições sobre a variância e o *dividend yield* serem mais difíceis de se defender no longo prazo, assim como a dificuldade de estimação do valor do ativo e da variância para ativos privados, levando a valores finais com maiores erros de estimação (DAMODARAN, 2012).

2.4 MODELOS MAIS UTILIZADOS

A fim de saber qual o modelo mais utilizado e se tais modelos realmente levam a valores próximos a realidade, diversas pesquisas foram realizadas.

Nesse contexto, Nascimento (2014), buscou avaliar os principais métodos de avaliação de empresas para fins de elaboração de laudos de avaliação de ofertas públicas de aquisição, ou OPAs. Para isso, a autora pesquisou as OPAs disponíveis na base histórica da CVM entre os anos de 2007 e 2011. Ao todo, 53 laudos de avaliação de empresas foram analisados dentro do período temporal explicitado e descobriu-se que as metodologias de fluxo de caixa descontado, valor patrimonial e preço médio ponderado de cotação de ações foram os métodos mais presentes. No entanto, como ressaltado pela autora, como o método de valor patrimonial e o do preço médio ponderado de cotação de ações são exigidos pela CVM, o método de fluxo de caixa descontado foi o método escolhido mais utilizado, estando presente em 96% dos laudos.

O método dos múltiplos, por outro lado, foi utilizado somente em 26% dos laudos, devido, segundo os analistas/a autora, a ausência de empresas comparáveis listadas em bolsa.

Cunha, Martins e Assaf Neto (2014) investigaram se as projeções de desempenho traçadas por laudos de avaliação de empresas brasileiras são condizentes com a realidade. Para isso, realizaram uma análise empírica em empresas brasileiras que fizeram ofertas públicas de aquisição entre 2002 e 2008, totalizando 58 laudos. Os autores utilizaram testes de média paramétricos (t de student) e não paramétricos (Wilcoxon) em amostras emparelhadas. Como resultado, teve-se que as médias das projeções foram aderentes ao realizado de forma significativa em métricas como endividamento, crescimento da receita e taxa de reinvestimento, mas não o foram para margem EBITDA, operacional e lucro líquido. Este estudo se mostra interessante na medida em que, levando em consideração o fato de que o método mais utilizado em laudos de avaliação é o método de fluxo de caixa descontado, demonstra que este consegue gerar uma previsão próxima do realizado em métricas importantes, embora falhe em outras.

Soute, Schvirck, Martins e Machado (2008) investigaram quais os modelos de avaliação de empresas mais utilizados na literatura. Para isso, utilizaram como base de dados as respostas de um questionário enviados a analistas de investimentos associados à ABIMEC. Como resultado, foi possível observar a predominância do método dos fluxos de caixa descontado, em especial o fluxo de caixa descontado da empresa, como o mais utilizado pela sua confiança.

Martelanc, Trizi, Pacheco e Pasin (2005) buscaram verificar quais os métodos de avaliação de empresas mais utilizados em bancos e consultorias. Para isso, entrevistaram 29 profissionais das áreas de private equity e fusões e aquisições no Brasil. Para a análise, os autores construíram uma escala semântica indo do 1 ao 7, na qual os métodos mais próximos do 1 são os mais utilizados e os mais próximos de 7, os com menor aderência. Como resultado, obteve-se que o método dos fluxos de caixa descontados é o mais utilizado, estando situado entre 1 e 2 na escala. Em seguida vem o método de avaliação relativa por múltiplos, situado entre 2 e 3 na escala.

2.5 CONCLUSÃO

Portanto, é possível observar a existência de dois métodos de análise de ações: a escola gráfica e técnica e a escola fundamentalista. Dentro desta última, existem duas abordagens de análise, a *top down* e a *bottom up*, assim como muitas abordagens de avaliação, dentre as principais sendo a abordagem do fluxo de caixa descontado, relativa por múltiplos ou baseada

em direitos contingentes. No entanto, de acordo com os artigos avaliados, é possível perceber a predominância da aplicação do método do fluxo de caixa descontado na avaliação de empresas, dada a sua confiança e boa projeção, condizente com a realidade em métricas importantes. Levando isso em consideração, assim como sabendo que tal método é mais indicado para valorar empresas caso seus fluxos de caixa presentes sejam positivos, uma projeção dos fluxos de caixa relativamente confiável puder ser feita para o futuro e quando uma proxy para o risco puder ser utilizada para se obter a taxa de desconto (DAMODARAN, 2012), caso das Lojas Renner, este é o método escolhido para a avaliação desta empresa no presente trabalho.

3 METODOLOGIA

O presente trabalho usará o método do fluxo de caixa descontado para chegar ao valor justo das Lojas Renner S.A. Para isso, o fluxo de caixa da empresa, descrito anteriormente, será utilizado, sendo descontado pelo custo médio ponderado do capital. A fim de explicitar melhor o trabalho que será feito, as premissas, fórmulas e demonstrações financeiras utilizadas para a avaliação serão descritas abaixo.

3.1 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

3.1.1 Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial de uma empresa mostra a “fotografia” desta em um determinado momento, ou seja, mostra todos os seus bens, direitos e obrigações. É composto por ativo, o qual engloba os bens e direitos da empresa, passivo, que engloba as obrigações desta com terceiros, e patrimônio líquido, porção da empresa devida aos acionistas. Tal demonstração financeira é construída a partir do método das partidas dobradas e é regida por uma identidade contábil básica:

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

O ativo é composto por duas partes: ativo circulante e ativo não circulante. O primeiro engloba todos os direitos que a empresa receberá durante o período de um ano, ou seja, representa os ativos de curto prazo. Como exemplo de contas pertencentes ao ativo circulante têm-se: caixa, aplicações financeiras, estoques, duplicatas a receber, dentre outras. Já o ativo

não circulante representa os direitos que a empresa possui ou possuirá durante um período maior que um ano, ou seja, são os ativos de longo prazo da empresa. Como exemplo de contas que fazem parte do ativo não circulante têm-se: ativos realizáveis a longo prazo (ex: duplicatas a receber a longo prazo, impostos diferidos, etc.), imobilizado, intangível, dentre outras. Tanto o ativo circulante quanto o não circulante são construídos por ordem decrescente de liquidez, ou seja, os ativos que têm a capacidade de se transformarem em dinheiro mais rapidamente vêm primeiro e os menos líquidos, depois.

O passivo também é composto de duas partes: o passivo circulante e o não circulante. O primeiro diz respeito às obrigações que a empresa precisa honrar em um prazo de até um ano, ou seja, representam o passivo de curto prazo. Como exemplo de contas pertencentes ao passivo circulante tem-se: salários e impostos a pagar, fornecedores, empréstimos e financiamentos de curto prazo, dentre outras. Já o passivo não circulante representa as obrigações da empresa que serão liquidadas em um prazo superior a um ano, ou seja, representam o passivo de longo prazo. Como exemplo de contas que fazem parte do passivo não circulante tem-se: passivos realizáveis a longo prazo, empréstimos e financiamentos de longo prazo, dentre outras. Tanto o passivo circulante quanto o não circulante são construídos por ordem decrescente de exigibilidade, ou seja, os passivos que precisam ser pagos primeiro vêm antes e os que serão pagos mais para frente, depois.

Já o patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e o passivo, sendo a parte da empresa que é de direito dos acionistas. Como exemplo das contas que fazem parte do patrimônio líquido tem-se: capital social, reserva de lucros, reserva de capital, dentre outras.

Tabela 5 - Exemplo de Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa Aplicações Financeiras Duplicatas a Receber Estoques	Salários a Pagar Impostos a Pagar Fornecedores Empréstimos de Curto Prazo
Ativo Não Circulante	Passivo Não Circulante
Aplicações Financeiras de Longo Prazo Investimentos Imobilizado Intangível	Financiamentos de Longo Prazo
	Patrimônio Líquido
	Capital social Reservas de lucros Reservas de capital Reservas para contingências
Total Ativo	Total Passivo + Patrimônio Líquido

Fonte: Elaborado pela autora.

3.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício, mais conhecida como DRE, mostra o fluxo de transações da empresa durante um determinado período, explicitando as receitas, despesas e custos incorridas por esta. É elaborada com a finalidade de se chegar ao lucro líquido no final. Como exemplo das principais contas dessa demonstração tem-se:

1. Receita Líquida: É igual ao total vendido deduzido dos abatimentos e impostos com a venda.
2. Custo do Produto/Serviço Vendido: É o total gasto em recursos utilizados diretamente no processo de produção do produto/serviço. É calculado a partir da soma do estoque inicial, das compras e do estoque final.
3. Despesas Comerciais, Gerais e Administrativas: É o total gasto em serviços de apoio ao processo de produção do produto/serviço, mas que não está diretamente relacionado a este. Ex: marketing, salários da contabilidade, dentre outras.

4. Despesas Financeiras: É o total gasto em juros e outras remunerações ao capital de terceiros.
5. Provisão para Imposto de Renda e CSLL: É o total de impostos e contribuições devida ao governo.
6. Lucro Líquido: É o valor total gerado pela empresa para os acionistas.

Tabela 6 – Exemplo de Demonstração do Resultado do Exercício

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO
Receita Bruta
(-) Deduções, abatimentos e impostos sobre vendas
Receita Líquida
(-) Custo dos produtos/serviços vendidos
Lucro Bruto
(-) Despesas comerciais
(-) Despesas administrativas
(-) Despesas/receitas financeiras
(-) Outras despesas/receitas
Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
Lucro Líquido

Fonte: Elaborado pela autora.

3.2 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro de uma empresa é a parte do passivo de longo prazo e do patrimônio líquido que é destinado a financiar as atividades correntes da empresa. Pode ser calculado de duas formas:

$$\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

ou

$$\text{Passivo Não Circulante} + \text{Patrimônio Líquido} - \text{Ativo Não Circulante}$$

No entanto, para fins de valuation, o caixa e as aplicações financeiras serão retirados do ativo circulante, assim como a dívida onerosa de curto prazo será retirada do passivo circulante da empresa (DAMODARAN, 2012). Assim, o capital de giro das Lojas Renner será calculado da seguinte maneira:

(Ativo Circulante - Caixa e Aplicações Financeiras) - (Passivo Circulante - Dívida de Curto Prazo)

3.3 CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

O custo do capital próprio é a taxa que representa tanto o risco quanto o custo de oportunidade de se investir na empresa avaliada, sob o ponto de vista dos acionistas desta. A metodologia mais utilizada para o cálculo desta taxa é o *Capital Asset Pricing Model*, ou CAPM, o qual calcula a taxa de retorno de um ativo baseado em uma carteira de mercado. Este trabalho irá calcular o custo do capital próprio segundo tal metodologia. No entanto, o prêmio de risco do país será adicionado à equação original, segundo o método explicitado por Póvoa (2012) para o cálculo do custo do capital próprio em dólares. Tal custo será calculado em dólares americanos e sob o ponto de vista do investidor americano porque o Brasil é um país emergente, a taxa básica da economia, a Selic, é muito volátil e a bolsa de valores local não é diversificada o bastante para se calcular o beta com precisão. Dessa forma, o custo do capital próprio será calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Prêmio de risco do país}$$

Em que:

K_e : A taxa que representa o custo do capital próprio.

R_f : É a taxa de juros livre de risco.

β : O beta, ou seja, a sensibilidade dos retornos da empresa em relação aos retornos do mercado.

R_m : É a taxa que representa o retorno médio do mercado.

$(R_m - R_f)$: É o prêmio de risco do mercado, ou seja, o quanto o mercado remunera a mais em relação ao ativo livre de risco.

Prêmio de risco do país: Prêmio pela alocação do capital em países com situação econômica instável.

Devido aos motivos explicados anteriormente, o custo do capital próprio será calculado sob o ponto de vista do investidor americano e em dólares americanos. A fim de transformar tal taxa para reais, será utilizada a seguinte equação, baseada na metodologia explicitada por Damodaran (2012):

$$(1 + K_e) * \frac{(1 + \text{inflação brasileira})}{(1 + \text{inflação americana})} - 1$$

3.4 BETA

O beta mede a sensibilidade dos retornos de um ativo em relação ao retorno de mercado. O beta alavancado é calculado a partir de regressões lineares relacionando os retornos do mercado aos retornos do ativo. No entanto, também pode ser calculado a partir do beta desalavancado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\beta_L = \beta_U * \left[1 + \frac{D}{E} * (1 - t) \right]$$

Em que:

β_L : Representa o beta alavancado.

β_U : Representa o beta desalavancado.

D: Representa o total de dívidas onerosas da empresa.

E: Representa o patrimônio líquido da empresa.

t: Representa a taxa de impostos.

3.5 CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL (CMPC OU WACC)

Em uma avaliação de empresas a partir do método de fluxo de caixa descontado, a fim de levar em conta os riscos e o custo de oportunidade relacionados à empresa avaliada, os fluxos de caixa são descontados por uma taxa de desconto apropriada, ou seja, se o fluxo de caixa descontado for o do acionista, a taxa de desconto apropriada é a taxa que leva em consideração somente o custo do capital próprio. No entanto, como o presente trabalho utilizará o fluxo de caixa da empresa, ou seja, de todos os que têm direitos sobre ela, a taxa de desconto apropriada é o custo médio ponderado do capital, conhecido como CMPC ou WACC. O CMPC é calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{CMPC} = K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d * \left(\frac{D}{D+E} \right) * (1 - t)$$

Em que:

K_e : Custo do capital próprio.

K_d : Custo do capital de terceiros.

E: Valor do patrimônio líquido da empresa.

D: Valor do capital de terceiros da empresa.

t: Taxa de impostos.

Dessa forma, é possível perceber que a taxa apropriada para descontar o fluxo de caixa da empresa nada mais é do que a média ponderada dos custos do capital próprio e de terceiros, sendo este último após o efeito de impostos.

3.6 VALOR RESIDUAL

Geralmente, após um período de projeção explícita, é calculado o valor da empresa na perpetuidade, ou valor residual. Tal valor é calculado da seguinte maneira:

$$VR = \frac{FC_{t-1} * (1 + g)}{WACC - g}$$

Em que:

VR: Valor residual;

FC_{t-1} : Fluxo de caixa do ano anterior ao começo da perpetuidade;

g: taxa de crescimento do fluxo de caixa na perpetuidade;

WACC: Weighted Average Cost of Capital ou Custo Médio Ponderado do Capital.

4 AVALIAÇÃO

Nesta seção, a história das Lojas Renner, seus principais negócios e as projeções feitas serão apresentadas.

4.1 HISTÓRIA DA EMPRESA

As Lojas Renner foi fundada em 1922 por Anthony Jacob Renner, em Porto Alegre, como parte do grupo A.J. Renner, um grupo focado na indústria fabril têxtil. O objetivo das Lojas Renner era, inicialmente, ser um ponto de venda para a comercialização dos produtos do

grupo. Em 1940, no entanto, ainda pertencendo ao grupo, a empresa passou a ampliar seu mix de produtos, se tornando uma loja de departamentos. As Lojas Renner começou a tomar a forma atual somente em 1965, quando o grupo A.J. Renner decide separar as empresas que o formavam e, já em 1967, se tornava uma empresa de capital aberto (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Em 1990, a empresa decide focar suas operações no ramo da moda, passando por uma profunda reestruturação. Como resultado, ocorreu uma expansão para além do Rio Grande do Sul, chegando a Santa Catarina, Paraná, Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais e para o Distrito Federal. Além disso, foi nessa época que a Filosofia de Encantamento foi implantada (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Em 2002, a empresa inovou ao implantar um sistema de produção e vendas baseado em estilo de vida. Dessa forma, as coleções passaram a serem fabricadas com base em cinco estilos de vida, assim como os produtos passaram a serem apresentados nas lojas com base nesses estilos, facilitando a escolha do cliente e dando início ao slogan: “Você tem seu estilo, a Renner tem todos” (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Em 2005, o controle da empresa foi vendido e as Lojas Renner se tornou a primeira empresa a ter o seu controle pulverizado e aproximadamente 100% de suas ações em circulação. Nesta ocasião, a Renner ingressou no segmento Novo Mercado da Bovespa. Em 2006, ampliou-se as operações até a região nordeste, inaugurando lojas nos estados da Bahia, Ceará e Pernambuco. Em 2007, a empresa chegou à região norte, particularmente ao estado do Amazonas. Em 2010, o e-commerce da companhia foi lançado. Em 2011, a Camicado foi adquirida, em 2013, a empresa lançou a Youcom e, em 2021, adquiriu o Repassa (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Dessa forma, hoje em dia as Lojas Renner S.A. contam com cinco ramos de negócio, os quais vão ser explicados abaixo (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Renner: É o principal negócio da empresa e responsável por 90% da Receita líquida total. Oferta roupas, calçados, acessórios e cosméticos para homens, mulheres e crianças sob 20 marcas próprias, das quais 8 fazem parte do conceito lifestyle, explicado anteriormente. A marca Renner tem seu foco no segmento médio e alto. Possui 373 lojas no Brasil, 8 no Uruguai e 4 na Argentina.

Camicado: A Camicado foi adquirida em 2011 e é focada no segmento de casa e decoração. É a maior nacional no segmento, possuindo 115 lojas espalhadas nas cinco regiões do Brasil (LOJAS RENNER S.A., 2021).

Realize: É a instituição financeira da empresa. Possui uma carteira de crédito de R\$ 3,5 bilhões, composta principalmente pelo Cartão Renner e o Meu Cartão.

Repassa: Adquirido em 2021, o Repassa tem como foco a revenda de vestuário, calçados e acessórios. É o maior brechó online do Brasil, atuando em todo território nacional.

Youcom: Lançada pela companhia em 2013, tem como foco o público jovem. Possui 103 lojas espalhadas em todo o país, além de e-commerce próprio.

4.2 PROJEÇÕES

Como premissas macroeconômicas, o presente trabalho retirou as informações do Boletim Focus, divulgado pelo Banco Central. Dessa forma, a taxa de inflação brasileira e a taxa de crescimento do PIB foram considerados constantes em 4,98% e 2,27% nesse trabalho, respectivamente, resultado da média das projeções da taxa de inflação e da taxa de crescimento do PIB disponibilizadas pelo Boletim Focus. Já a taxa de inflação americana foi considerada constante em 2%.

4.2.1 Dados Históricos

A fim de realizar a projeção da empresa durante o período explícito, os dados históricos do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício das Lojas Renner para o período de 2016 a 2020 foram utilizados e são explicitados abaixo.

Tabela 7 – Dados Históricos do Balanço Patrimonial (Ativo)

ATIVO (EM R\$ MILHÕES)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo Circulante					
Caixa e Aplicações Financeiras	895	1.142	1.384	1.372	2.672
Contas a receber de clientes	2.209	2.644	3.163	3.826	3.812
Estoques	782	923	1.110	1.125	1.382
Impostos a recuperar	136	140	209	258	962
Outros Ativos	63	58	64	75	69
Total do ativo circulante	4.085	4.908	5.930	6.656	8.897
Ativo Não Circulante					
Total do realizável a longo prazo	244	300	261	304	951
Investimentos	0	0	-	-	-
Imobilizado	1.645	1.814	1.994	2.174	2.154
Direito de uso	-	-	-	1.635	1.700
Intangível	500	526	635	784	941

Total do ativo não circulante	2.390	2.640	2.891	4.897	5.746
TOTAL DO ATIVO	6.475	7.548	8.821	11.553	14.643

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 8 – Dados Históricos do Balanço Patrimonial (Passivo e Patrimônio Líquido)

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (EM R\$ MILHÕES)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Passivo Circulante					
Empréstimos, financiamentos e debêntures	615	380	711	709	1.077
Financiamentos - operações serviços financeiros	378	127	713	185	341
Arrendamento mercantil financeiro a pagar	3	10	0	448	497
Fornecedores	680	842	1.026	1.082	1.405
Impostos e contribuições a recolher	405	471	550	637	403
Salários e encargos sociais	179	233	246	307	227
Aluguéis a pagar	56	59	-	-	-
Outras obrigações	602	819	1.079	1.398	1.684
Total do passivo circulante	2.918	2.942	4.324	4.765	5.633
Passivo Não Circulante					
Empréstimos, financiamentos e debêntures	393	725	327	445	1.546
Financiamentos - operações serviços financeiros	417	570	139	306	421
Arrendamento mercantil financeiro a pagar	69	59	33	1.292	1.366
Outras obrigações	41	29	42	54	176
Total do passivo não circulante	921	1.383	542	2.097	3.508
Total do passivo	3.838	4.324	4.867	6.862	9.141
Patrimônio Líquido					
Capital social	1.178	2.557	2.637	3.796	3.805
Ações em tesouraria	-19	-28	-45	-36	-119
Reservas de capital	298	94	124	74	94
Reservas de lucros	1.217	596	1.235	870	1.695
Ajustes de avaliação patrimonial	-38	4	2	-13	27
Total do patrimônio líquido	2.637	3.223	3.955	4.691	5.501
TOTAL PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	6.475	7.548	8.821	11.553	14.643

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 9 – Dados Históricos da Demonstração do Resultado do Exercício

DRE (EM R\$ MILHÕES)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Operacional Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537
Receita Líquida com vendas de mercadorias	5.722	6.600	7.485	8.475	6.661
Receita líquida com produtos e serviços financeiros	730	844	941	1.114	877
Custo das vendas	-2.575	-2.945	-3.285	-3.731	-3.224
Custo das vendas de mercadorias	-2.537	-2.923	-3.257	-3.707	-3.201
Custo dos produtos e serviços financeiros	-38	-22	-27	-23	-22
Lucro Bruto	3.876	4.499	5.142	5.858	4.314
(Despesas) outras receitas operacionais					
Vendas	-1.547	-2.062	-2.257	-2.506	-2.468
Administrativas e gerais	-521	-715	-820	-879	-885
Perdas em crédito, líquidas	-262	-256	-281	-381	-413
Outros resultados operacionais	-570	-379	-361	-415	309
Despesas operacionais, líquidas	-2.901	-3.412	-3.718	-4.182	-3.457
Lucro operacional antes do resultado financeiro	976	1.087	1.424	1.676	857
Receitas financeiras	87	59	49	74	713
Despesas financeiras	-191	-142	-103	-259	-369
Resultado financeiro, líquido	-103	-83	-54	-184	344
Lucro antes do imposto de renda e contribuição social	872	1.004	1.370	1.492	1.201
Corrente	-254	-335	-278	-473	-163
Diferido	6	63	-72	67	58
Imposto de renda e contribuição social, líquidos	-247	-271	-350	-406	-104
Lucro líquido do exercício	625	733	1.020	1.086	1.096

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.2 Crescimento da Receita

Como premissa para o crescimento da receita durante o período de projeção explícita, para o ano de 2021, devido à divulgação do resultado dos três primeiros trimestres na data de elaboração do presente trabalho, projetou-se a receita líquida para 2021 como resultado da soma dos três primeiros trimestres com a projeção do quarto, a qual foi feita considerando-se que a receita crescerá conforme a média de crescimento desta do terceiro para o quarto trimestre durante os anos de 2016 a 2019. Já para os períodos de 2022, 2023, 2024 e 2025, considerou-se que a receita crescerá conforme a média de crescimento dos anos de 2016 a 2019.

Tabela 10 – Projeção da Receita Líquida para o ano de 2021

RECEITA LÍQUIDA TRIMESTRAL (EM R\$ MILHÕES)													
	3T16	4T16	3T17	4T17	3T18	4T18	3T19	4T19	3T20	4T20	3T21	4T21	2021
Receita Líquida Trimestral	1.446	2.111	1.746	2.451	1.943	2.835	2.226	3.179	1.790	3.075	2.626	3.775	10.471
Crescimento Trimestral		46%		40%		46%		43%		72%		44%	

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 11 – Projeção da Receita Líquida

RECEITA LÍQUIDA (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
Crescimento Anual		15%	13%	14%	-21%	39%	14%	14%	14%	14%

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.3 Custos, Despesas Operacionais e Administrativas, CAPEX e Depreciação

Para o custo do produto vendido, despesas operacionais e administrativas e CAPEX, utilizou-se a média da relação histórica entre a conta em questão e a receita líquida dos anos de 2016 a 2019. Para a depreciação, utilizou-se a relação histórica entre esta e a receita líquida para o ano de 2019.

Tabela 12 – Projeção do Custo do Produto Vendido

CUSTO DO PRODUTO VENDIDO (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Custo do Produto Vendido	2.575	2.945	3.285	3.731	3.224	4.119	4.701	5.365	6.123	6.987
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
CPV as % Receita Líquida	40%	40%	39%	39%	43%	39%	39%	39%	39%	39%

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 13 - Projeção das Despesas

DESPESAS (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Despesas	2.901	3.412	3.718	4.182	3.457	4.674	5.334	6.087	6.947	7.928
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
Despesas como % Receita Líquida	45%	46%	44%	44%	46%	45%	45%	45%	45%	45%

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 14 – Projeção do CAPEX

CAPEX (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CAPEX	513	550	610	751	544	796	909	1.037	1.184	1.351
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
CAPEX as % Receita Líquida	8%	7%	7%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 15 – Projeção da Depreciação

DEPRECIÇÃO (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Depreciação	311	329	315	662	760	723	825	941	1.074	1.226
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
Depreciação como % da Receita Líquida	5%	4%	4%	7%	10%	7%	7%	7%	7%	7%

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.4 Variação do Capital de Giro

Para o cálculo do capital de giro, considerou-se que este é igual à diferença entre o ativo circulante menos caixas e aplicações financeiras e o passivo circulante menos a dívida onerosa. Para a projeção do capital de giro e de sua variação anual para os anos de 2021 a 2025 utilizou-se a média da relação histórica deste com a receita líquida entre os anos de 2016 e 2019.

Tabela 16 – Projeção da Variação do Capital de Giro

VARIAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO LÍQUIDO (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Capital de Giro Líquido	1.266	1.331	1.645	1.413	2.009	1.879	2.144	2.447	2.792	3.187
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
Capital de Giro Líquido como % da Receita Líquida	20%	18%	20%	15%	27%	18%	18%	18%	18%	18%
Variação do Capital de Giro Líquido		64	314	-232	597	-131	265	303	346	394

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.5 Custo do Capital Próprio

Foram utilizadas tais premissas para o cálculo do custo do capital próprio:

R_f : A taxa livre de risco adotada foi a do título do tesouro americano, o T-bond, para um período de 10 anos, sendo igual a 1,48%.

PRM: utilizou-se o prêmio de risco do mercado americano do site do professor Damodaran, o qual é igual a 4,72%.

Beta: Optou-se por utilizar o beta desalavancado do site do professor Damodaran, o qual é igual a 0,85. Realavancando tal valor de forma a refletir as condições das Lojas Renner, chegou-se a um valor final de 0,93.

D/E: utilizou-se a relação dívida/patrimônio líquido a preço de mercado da empresa durante o ano de 2020, chegando-se ao valor de 12,94%.

IR/CSLL: utilizou-se o valor de 34% como alíquota marginal de IR e CSLL, pois as Lojas Renner é uma empresa tributada de acordo com o lucro real e possui faturamento acima de R\$ 20.000,00 por mês (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN; LAMB, 2013).

Prêmio de risco do país: utilizou-se o valor do EMBI+ fornecido pelo site do Ipeadata, sendo igual a 3,33%.

Com isso, o custo do capital próprio resultante foi igual a 9,18% nominal em dólares. Para saber o custo do capital próprio nominal em reais, multiplicou-se a taxa em dólares pela

taxa de inflação brasileira e dividiu-se pela taxa de inflação americana, ambas consideradas constantes no período nos valores de 4,98% e 2%, respectivamente. Como resultado, chegou-se a um custo de capital próprio nominal em reais igual a 12,37%.

Tabela 17 – Cálculo do Custo do Capital Próprio

CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO	
Taxa Livre de Risco	1,48%
Beta Alavancado	0,93
Beta Desalavancado	0,85
D/E	12,94%
IR/CSLL	34,00%
Prêmio de Risco do Mercado	4,72%
Prêmio de Risco do País	3,33%
Ke em Dólares	9,18%
Diferencial de Inflação	2,92%
Inflação Brasileira	4,98%
Inflação Americana	2,00%
Ke em Reais	12,37%

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.6 Custo do Capital de Terceiros

Para o cálculo do custo do capital de terceiros, utilizou-se a da razão entre as despesas financeiras e a dívida onerosa da empresa para o ano de 2020. Dessa forma, o valor final do custo do capital de terceiros antes dos impostos é igual a 10,90%.

4.2.7 Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC Ou WACC)

O cálculo do custo médio ponderado do capital, conhecido como CMPC ou WACC, foi feito por meio da seguinte fórmula, conforme já apresentado anteriormente:

$$\text{CMPC} = K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d * \left(\frac{D}{D+E} \right) * (1 - t)$$

Em que:

K_e : Custo do capital próprio.

K_d : Custo do capital de terceiros.

E: Valor do patrimônio líquido da empresa.

D: Valor do capital de terceiros da empresa.

t: Taxa marginal de imposto de renda e contribuição social.

Dessa forma, o K_e em reais resultante foi igual a 12,37%. O custo da dívida antes dos impostos, o K_d , foi igual a 10,90%. Utilizando a alíquota de imposto de 34%, o peso das dívidas no valor total da empresa de 11,46% e o peso do patrimônio líquido de 88,54%, chegou-se a um custo médio ponderado do capital igual a 11,78%

Tabela 18 – Cálculo do WACC

WACC	
Ke em reais	12,37%
Kd em reais	10,90%
D/(D+E)	11,46%
E/(D+E)	88,54%
IR/CSLL	34,00%
WACC	11,78%

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.8 Fluxo de Caixa da Empresa

Após as projeções feitas acima, foi possível chegar no fluxo de caixa da empresa a partir da metodologia já vista em capítulo anterior do presente trabalho. Os cálculos estão explicitados abaixo.

Tabela 19 – Projeção do Fluxo de Caixa da Empresa

FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA (EM R\$ MILHÕES)										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Receita Líquida	6.452	7.444	8.427	9.588	7.537	10.471	11.950	13.638	15.564	17.762
- Custo do Produto Vendido	2.575	2.945	3.285	3.731	3.224	4.119	4.701	5.365	6.123	6.987
Lucro Bruto	3.876	4.499	5.142	5.858	4.314	6.352	7.249	8.273	9.441	10.774
- Despesas Operacionais e Administrativas	2.901	3.412	3.718	4.182	3.457	4.674	5.334	6.087	6.947	7.928
EBIT	976	1.087	1.424	1.676	857	1.678	1.915	2.186	2.494	2.847
- Imposto de Renda Desalavancado	332	370	484	570	291	571	651	743	848	968
EBIT - IR Desalavancado	644	718	940	1.106	566	1.108	1.264	1.443	1.646	1.879
+ Depreciação	311	329	315	662	760	723	825	941	1.074	1.226
- CAPEX	513	550	610	751	544	796	909	1.037	1.184	1.351

- Variação no Capital de Giro Líquido	64	314	-232	597	-131	265	303	346	394
Fluxo de Caixa da Empresa	432	330	1.249	184	1.165	915	1.044	1.191	1.360

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.9 Período Explícito

A partir do fluxo de caixa calculado e levando em consideração um custo médio ponderado do capital igual a 11,78%, a soma do valor presente dos fluxos de caixa do período explícito ficou igual a R\$ 4.542,94 bilhões, conforme calculado abaixo.

Tabela 20 – Cálculo do Período Explícito

	PERÍODO EXPLÍCITO									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Fluxo de Caixa da Empresa		431,78	329,90	1.249,20	184,34	1.164,91	914,75	1.043,94	1.191,39	1.359,65
WACC	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%	11,78%
Número de Períodos						0	1	2	3	4
Fator de Valor Presente						1,00	1,12	1,25	1,40	1,56
VP do Fluxo de Caixa dos Ativos						1.164,91	818,37	835,55	853,10	871,01
Soma						4.542,94				

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.10 Perpetuidade

Para o cálculo da perpetuidade, considerou-se que o crescimento da empresa seguiria a soma da média das projeções do Boletim Focus para a inflação e do PIB durante os anos de 2021 a 2025, resultando em um crescimento de 7,37%. O cálculo da perpetuidade está detalhado abaixo.

Tabela 21 – Cálculo da Perpetuidade

PERPETUIDADE	
	2025E
Fluxo de Caixa da Empresa em 2025	1.359,65
WACC	11,78%
g	7,37%
Perpetuidade	33.106,51
Número de Períodos	4
Fator de Valor Presente	1,56
VP da Perpetuidade	21.208,41

Fonte: Elaborado pela autora.

4.2.11 Preço Alvo da Ação

O valor por ação, segundo as projeções do presente trabalho, é igual a R\$ 25,32. Considerando que o preço da ação no dia 17 de dezembro foi igual a R\$ 26,24, a recomendação desse trabalho é de manter a ação em carteira.

Tabela 22 – Cálculo do Preço Alvo da Ação

VALOR POR AÇÃO	
Valor total da Empresa	25.038,73
Valor da Empresa	25.751,35
Dívida Líquida	712,63
Preço da Ação	R\$ 25,32
Valor total da Empresa	25.038,73
Número de Ações em milhares	988,78

Fonte: Elaborado pela autora.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo calcular o valor justo das Lojas Renner S.A, negociada na B3 sob o ticket LREN3, através do método de avaliação de empresas conhecido como fluxo de caixa descontado. Para isso, discorreu-se sobre a conjuntura atual e sua influência na necessidade de bons métodos de avaliação de empresas, na introdução.

Já na revisão bibliográfica, os principais métodos de avaliação de empresas foram explicitados, assim como seus prós e contras. Como resultado, chegou-se à conclusão de que o

método de fluxo de caixa é o mais confiável devido à sua boa projeção, condizente com a realidade de métricas importantes. Sendo assim, decidiu-se por calcular o valor das Lojas Renner S.A. de acordo com tal método e utilizando o fluxo de caixa da empresa. Já na metodologia, as principais fórmulas e conceitos utilizados no presente projeto foram explicitadas.

Na parte de avaliação, o valuation da empresa foi construído. A partir de premissas como a receita líquida crescendo 39% de 2020 para 2021 e de acordo com a média de 2016 a 2020 a partir de 2022, o custo do produto vendido, despesas, capex e capital de giro projetados de acordo com a relação histórica entre a conta em questão e a receita líquida, custo de capital próprio igual a 12,37%, custo médio ponderado do capital igual a 11,78% e crescimento na perpetuidade igual a 7,37%, dentre outras premissas, chegou-se ao valor da empresa para o acionista igual a R\$ 25.038,73 bilhões e preço alvo da ação igual a R\$ 25,32. Como o preço da ação no dia 17 de dezembro foi igual a R\$ 26,24, a recomendação desse trabalho é de manter a ação em carteira.

REFERÊNCIAS

- DAMODARAN. **Betas by Sector (US)**. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>. Acesso em: 10 dez. 2021a.
- DAMODARAN. **Historical Implied Equity Risk Premiums**. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html>. Acesso em: 20 dez. 2021b.
- B3. **B3 atinge 4 milhões de contas em renda variável**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/4-milhoes-de-pfs.htm>. Acesso em: 22 nov. 2021a.
- B3. **Ofertas públicas**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/>. Acesso em: 22 nov. 2021b.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim Focus**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 6 dez. 2021.
- CUNHA, M. F. DA; MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. Avaliação de Empresas no Brasil pelo Fluxo de Caixa Descontado: Evidências Empíricas sob o Ponto de Vista dos Direcionadores de Valor nas Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 251–266, 1 abr. 2014.
- DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3. ed. New York: Wiley, 2012.
- FERNÁNDEZ, P. Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. **IESE Business School**, v. 449, n. 1, p. 1–27, 28 fev. 2007.
- INVESTING. Lojas Renner ON (LREN3) Preços Históricos. Disponível em: <<https://br.investing.com/equities/lojas-renner-on-nm-historical-data>>. Acesso em: 14 dez. 2021.
- KPMG. **Brasil Registra Recorde de Fusões e Aquisições no 1o Trimestre de 2021**. Disponível em: <<https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/07/recorde-fusoes-aquisicoes-2021.html>>. Acesso em: 22 nov. 2021.
- LOJAS RENNER S.A. **Histórico**. Disponível em: <https://www.lojasrennersa.com.br/pt_br/institucional/historico>. Acesso em: 10 dez. 2021a.
- LOJAS RENNER S.A. **Central de Resultados**. Disponível em: <<https://lojasrenner.mzweb.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>>. Acesso em: 11 dez. 2021b.
- LOJAS RENNER S.A. **Composição Acionária**. Disponível em:

<<https://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>>. Acesso em: 19 dez. 2021c.

LOJAS RENNER S.A. **Balancos Anuais**. Disponível em:

<<https://lojasrenner.mzweb.com.br/informacoes-financeiras/balancos-anuais/>>. Acesso em: 6 dez. 2021.

MARTELANC, R.; TRIZI, J. S.; PACHECO, A. A. S.; PASIN, R. M. **Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil**. In: Seminários em Administração. **Anais...**São Paulo: EAD/FEA/USP, ago. 2005. CD-ROM.
NASCIMENTO, R. DE C. Análise das Metodologias Aplicadas em Avaliação de Empresas no Contexto Brasileiro: Um Estudo sobre as Ofertas Públicas de Aquisição (OPA). **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 0, p. 1–15, 28 fev. 2014.

IPEA DATA. **EMBI +**. Disponível em:

<<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 19 dez. 2021.

PÓVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

SOUTE, D. O.; SCHVIRCK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M. R. C. Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1–2, p. 1–17, 2008.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D.; LAMB, R. **Administração Financeira: Versão Brasileira de Corporate Finance**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

US. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Daily Treasury Par Yield Curve Rates**.

Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>>. Acesso em: 10 dez. 2021.