

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA



Avaliação de Empresas – “*Valuation*”
Estudo de Caso da Empresa B2W S.A.

Aluno: Fernando Antunes Marinho

Matrícula: 103140957

e-mail: nandomarinho@uol.com.br

Orientador: Marco Antônio Oliveira

Co - Orientador: Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

e-mail: lsmao@urbi.com.br

Rio de Janeiro, 2009

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos professores Marco Antônio Oliveira e Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca pelo tempo dedicado à compreensão dos elementos abordados no presente estudo. Agradeço à minha família e à minha namorada pelo suporte psicológico fundamental para a conclusão deste trabalho. Agradeço aos meus amigos por entenderem a minha ausência.

SUMÁRIO

Introdução.....	5
Capítulo 1:.....	8
1.1 Revisão Bibliográfica.....	8
1.1.1 Método dos Múltiplos.....	8
1.1.2 Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	10
1.1.3 Método de Opções Reais.....	11
1.1.4 Evidências no Brasil.....	11
Capítulo 2:.....	13
2.1 Metodologia FCD.....	13
2.2 <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM); Risco País, Beta.....	14
2.3 <i>Weight Average Cost of Capital</i> (WACC).....	21
Capítulo 3:.....	25
3.1 Setor de Atuação da Empresa.....	25
3.2 A Empresa B2W.....	25
3.3 Demonstrativos Financeiros da Empresa.....	30
3.4 Premissas, projeção de fluxo de caixa, cálculo da taxa de desconto; avaliação; comparação com o mercado.....	35
Conclusão.....	44
Bibliografia.....	45

RESUMO

O presente trabalho monográfico tem por finalidade analisar as ferramentas existentes de análises de empresas aplicando-as num estudo de caso. Dado a crescente importância do mercado de capitais no financiamento de empresas, foram desenvolvidos vários métodos de avaliação de empresas. Neste estudo será explorado com mais detalhe a ferramenta de fluxo de caixa descontado, para depois aplicá-la na empresa B2W – Companhia Global de Varejo a fim de encontrar um valor “justo” para a mesma.

INTRODUÇÃO

Conforme Armínio Fraga Neto (apud Póvoa, 2004, p. 6-7), a avaliação de investimentos é dos mais fascinantes temas das disciplinas de economia e finanças. Esse fascínio tem origem num dos mais básicos instintos da natureza humana que é a ganância, mas não é apenas isso. Há também o interesse intelectual de se entender o porquê das constantes flutuações que se observa nos preços dos ativos e dos negócios em geral em uma economia moderna.

A princípio, pode parecer que a avaliação de investimentos é um exercício fadado ao fracasso, na medida em que o processo de análise não é capaz de prever com precisão e a cada instante os movimentos dos preços dos ativos. Mas entende-se hoje que, à medida que aumenta o horizonte de tempo, mais eficaz é a avaliação fundamentada das alternativas de investimentos, o que é suficiente para que o mercado de capitais cumpra com seu papel social.

Ao longo do tempo, diversos métodos de avaliação de empresas foram desenvolvidos e utilizados por profissionais de diversas áreas do mercado financeiro no intuito de precificar ativos financeiros.

O valor de uma empresa pode ser determinado por inúmeros métodos, como por exemplo, o Fluxo de Caixa Descontado, os denominados múltiplos de mercado e o modelo de opções reais. O primeiro método baseia-se na projeção de fluxos futuros de caixa, e trazidos a valor presente pelo Custo de Oportunidade dos provedores de capital da empresa (capital próprio e de credores), ou seja, reflete a expectativa futura do acionista atualizada a uma taxa de risco de cada empresa.

O outro método bastante utilizado é o de múltiplos de mercado, ou seja, múltiplos de receita, de *earnings before interest taxes depreciation and amortization*

(EBITDA), que diz quantos ciclos operacionais vale a empresa, além dos múltiplos de lucros. Este método é utilizado principalmente para precificar o valor de empresas no mercado de capitais, e nos mercados mais desenvolvidos pode ser muito interessante e de rápida utilização, haja vista que a matemática do modelo é bastante simples. A principal desvantagem deste método é que se utilizam parâmetros médios de empresas para os processos de valorização dos negócios e isto pode minimizar a quantificação de algumas vantagens competitivas da empresa.

O terceiro modelo citado, modelo de opções reais vem aproximando nos últimos anos a teoria de opções financeiras de avaliação de empresas e de projetos no lado real da economia. Buscando adicionar ao valor presente dos fluxos de caixa de empresas e projetos o valor das opções eventualmente disponíveis, a teoria das opções reais traz uma nova forma de entender e tratar as alternativas estratégicas disponíveis e a flexibilidade empresarial para adaptação a mudanças, cujo valor pode ser fundamental em um processo de avaliação de empresas ou na análise de um projeto de investimento.

O método de avaliação usado neste trabalho para precificar a empresa B2W S.A. será o método de Fluxo de Caixa Descontado e sua metodologia será explorada mais adiante. No capítulo 1, apresentaremos uma revisão bibliográfica sobre avaliação de empresas, no capítulo 2, apresentaremos a metodologia do método a ser utilizada neste estudo, e no capítulo 3, apresentaremos de forma breve um resumo das atividades e características da B2W S.A., como: sua área de atuação, principais serviços oferecidos, faturamento, investimentos e outros pontos relevantes. Ainda no capítulo 3, exploraremos os principais resultados do modelo tais como as projeções de receita bruta, margens e fluxo de caixa esperado. Ao final deste trabalho, qual seria o valor da empresa B2W S.A. hoje, utilizando este método Fluxo de Caixa Descontado (FCD)?

OBJETIVO FINAL

Este trabalho tem como objetivo final determinar o valor atual de mercado da empresa B2W S.A. e de suas ações, utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

As informações utilizadas para o desenvolvimento deste trabalho serão somente aquelas divulgadas pelo Banco Central do Brasil, como projeções de inflação, crescimento da economia, entre outras, e pela própria empresa aos acionistas e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio de seus demonstrativos financeiros, não levando em consideração possíveis mudanças no cenário econômico e político nacional e internacional.

RELEVÂNCIA DO ESTUDO

Este estudo é de total relevância para o mercado, pois para uma empresa de capital aberto, sua precificação influencia nas decisões de compras de ações por parte de possíveis novos acionistas e influencia também na manutenção das mesmas por parte dos atuais acionistas. Outro ponto relevante é que a precificação de uma empresa pode influenciar na decisão de compra desta por uma outra. Além disso, o mercado de comércio eletrônico (*e-commerce*) no Brasil está em franca expansão e as perspectivas de crescimento a curto e médio prazo são enormes.

CAPÍTULO 1

1.1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

1.1.1 Método dos Múltiplos

Múltiplos são índices calculados a partir da razão entre o valor total (valor da empresa) ou do patrimônio líquido de uma companhia, com algum indicador da mesma, visando estabelecer comparações (daí o nome de avaliação relativa) entre empresas similares (ou supostamente similares) para fins de avaliação.

Abaixo alguns exemplos de múltiplos:

. Múltiplo do Ebitda = Valor da empresa (EV) / Ebitda

. Múltiplo de receita = Valor da empresa (EV) / receita líquida

. Múltiplo do lucro líquido = Valor de mercado do patrimônio líquido / lucro líquido

No cálculo de algum múltiplo é importante observar a coerência entre o valor da empresa ou do patrimônio líquido, e o outro indicador utilizado.

Entende-se por valor da empresa a soma do patrimônio líquido a valor de mercado (*Market Value*) mais as dívidas financeiras da companhia, deduzidas do disponível. Por decorrência o valor dos acionistas será somente o patrimônio líquido.

Se o analista estiver trabalhando com o valor da companhia, deveria escolher uma variável, para fins de cálculo de um múltiplo, antes das despesas financeiras, ou seja, algo relacionado com o valor total da empresa. Por exemplo, relacionar o valor de um grupo de companhias com os seus respectivos lucros líquidos, seria desprezar o grau de alavancagem financeira (grau de endividamento) de cada uma, e conseqüentemente

introduzir um viés na comparação porque duas empresas similares operacionalmente poderiam gerar múltiplos totalmente diferentes em decorrência de uma delas ser mais endividada do que a outra. Neste caso o valor da empresa deveria ser relacionado com o EBITDA, ou o lucro operacional antes das despesas financeiras, ou o fluxo de caixa operacional, por exemplo.

Os múltiplos são indicadores fáceis de serem obtidos, no entanto é importante estar atento ao analisarmos e/ou estabelecermos comparações.

Primeiramente deveríamos estar atentos à questão da similaridade. Dificilmente encontraremos empresas iguais, no entanto, o analista deve assegurar que exista um mínimo de similaridade para fins de comparação. Por exemplo, empresas atuando em um mesmo setor poderão ter foco de mercado¹ e níveis de verticalização² bastante diferentes. Estas companhias até poderão ser comparadas, porém se dentro de um grupo conseguimos segregarmos um sub-grupo de empresas, por exemplo, orientadas para o mercado externo, talvez obtenhamos uma melhor comparação do que considerando todo o grupo.

De acordo com Martelanc (2005), existem vantagens e desvantagens na avaliação por múltiplos. Segundo Martelanc (2005 p.197) “A simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucas informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos. As principais desvantagens da avaliação por múltiplos são: diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, qualidade das informações, especificidades de cada transação e “efeito manada” (o fato de um setor inteiro estar super ou subavaliado)”.

¹ Uma empresa poderá estar mais orientada para a exportação do que para o mercado local.

² Uma empresa poderá dominar toda uma cadeia produtiva (verticalizada), ou poderá adquirir vários componentes em determinados mercados. Um empresa ser mais verticalizada ou menos verticalizada é uma questão de estratégia empresarial e/ou possibilidades.

1.1.2 O Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O método do FCD está fundamentado na idéia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido ao seu valor presente para refletir o tempo e o risco associados à distribuição.

Segundo Martelanc (2005), a metodologia do FCD é a mais utilizada para determinar o valor de uma empresa para fins de F&A (fusões e aquisições), cisões, *joint-ventures*, compra e venda de participações, abertura e fechamento de capital, análise de novos investimentos e determinação do “preço justo” de uma ação.

Há essencialmente dois caminhos para avaliar uma empresa pelo método do FCD: um consiste em avaliar a participação do acionista no negócio (*equity valuation*) e o outro implica avaliar a empresa como um todo (*firm valuation*), o que inclui, além da participação acionária (capital próprio), a dos demais detentores de direitos financeiros da organização (capital terceiros). Embora as duas abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes.

No primeiro caso, o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa dos sócios (*cashflow to equity*), ou seja, os fluxos de caixa residuais das dívidas após a dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e do principal, descontados pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio, calculado pelo *Capital Asset Pricing model* (CAPM).

No segundo caso, o valor da empresa é obtido descontando-se fluxos de caixa esperados para a empresa (*cashflow to firm*), ou seja, os fluxos de caixa residuais após a

realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital, *Weight Average Cost of Capital* (WACC).

1.1.3 Método das Opções Reais

Segundo Damodaran (2008) a teoria de precificação de opções tem larga aplicabilidade em avaliação, especialmente em contextos em que a avaliação tradicional pelo método do FCD e por múltiplos não consegue captar o valor da flexibilidade. Devido à complexidade dos cálculos e dificuldade de se encontrar opções reais no mundo real, a avaliação de empresas por esta metodologia é a menos utilizada e a menos conhecida no mercado financeiro. Esta teoria baseia-se na premissa de que as empresas têm em suas mãos uma série de opções, não financeiras mas reais, ligadas principalmente aos seus produtos e projetos em andamento. Muitas vezes, o modelo de fluxo de caixa descontado não incorpora elementos como a flexibilidade estratégica e administrativa intrínseca a determinados projetos. Assim, de forma a incorporar estas opções na avaliação de uma empresa, utiliza-se como ferramenta, muitas vezes, o modelo de opções reais, com o propósito específico de capturar o valor de opções implícitas e possibilidades gerenciais factíveis.

1.1.4 Evidências no Brasil

Em uma pesquisa realizada em 2008, com 28 analistas de empresas do mercado de capitais (Soute et al, 2008), constataram que mais de 50% desses profissionais utilizavam como ferramenta de análise de empresas, o fluxo de caixa descontado. A questão do estudo era referente a quais métodos de avaliação eram utilizados nos setores industrial, comercial, de serviços e financeiros. A tabela 1, abaixo, apresenta os

três métodos mais utilizados em cada setor. Nessa questão, os pesquisados poderiam indicar até três métodos que mais utilizam para avaliar cada setor, os percentuais apresentados não são cumulativos e sim individuais.

Tabela 1 - Métodos de avaliação mais utilizados por setor

Indústria	Comércio	Serviços	Financeiro
FCDE - 64%	FCDE - 54%	FCDA - 54%	ML - 39%
FCDA - 46%	FCDA - 54%	FCDE - 50%	FCDA - 54%
ML - 39%	ML - 32%	ML - 39%	MP - 32%

FCDE - Fluxo de caixa descontado da empresa

FCDA - Fluxo de caixa descontado do acionista

ML - Múltiplos de lucro

MP - Múltiplos de patrimônio

Fonte: Soute 2008

CAPÍTULO 2

METODOLOGIA

2.1 Teorização FCD:

No cálculo do Fluxo de Caixa (FCD) da B2W S.A., o objetivo será trazer os seus fluxos de caixa a um valor presente num dado momento zero, momento este onde será conhecido o valor da empresa. Abaixo segue fórmula com principais variáveis projetadas em um modelo de *Free Cash Flow to the firm* (FCFF) (Damodaran, 2008):

(+) EBIT * (1-T)

(+) Depreciação

(-) Investimento em Imobilizado

(-) Investimento em Giro

(=) *Free Cash Flow to the Firm* (Fluxo de Caixa Livre para a Firma)

A equação usada para trazer as projeções do fluxo de caixa livre para o valor presente é a seguinte:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (\text{eq. 1})$$

Onde:

n = Número de anos (períodos) projetados

r = Taxa de Desconto

2.2 A Taxa de Desconto no Modelo de FCD

A taxa de desconto é aquela que determina qual é o retorno esperado de uma empresa (ação) no futuro e é utilizada na fórmula de conversão a valor presente de um fluxo de caixa livre projetado.

A taxa de desconto em um modelo de *valuation* utilizando o método do fluxo de caixa descontado (FCD) deve refletir o risco do fluxo de caixa. Porém, esse risco deve ser considerado como uma mistura de perigo e oportunidade. Essa definição ilustra muito claramente o *tradeoff* que todo investidor deve mensurar, entre a maior recompensa que vem com a oportunidade, e o maior risco que tem que ser suportado como consequência do perigo.

A principal definição que se deve fazer para determinar a fórmula usada no cálculo da taxa de desconto é qual o tipo de fluxo de caixa do investimento, podendo ser um *free cash flow to equity* (fluxo de caixa livre para o acionista) ou um *free cash flow to firm* (fluxo de caixa livre para a empresa).

A estimativa de valor da empresa B2W S.A. será feita por meio de um conjunto de análises envolvendo o fluxo de caixa descontado (FCD) da própria empresa.

Para determinar o valor das operações comerciais da empresa B2W S.A., desconta-se o fluxo de caixa livre pela taxa que melhor reflita seu risco. Assim, a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por seu peso relativo para o capital total da empresa. Para o cálculo do custo do capital próprio (*cost of equity*), dentre vários modelos de risco, será empregado o método CAPM ou modelo de precificação de ativos de capital. Segundo Damodaran (2008), a escolha da fórmula errada para calcular o custo do capital próprio da empresa pode comprometer todo o resultado do modelo.

O Modelo de Precificação de Ativos, ou *Capital Asset Pricing Model* ou simplesmente CAPM é utilizado em várias operações do mercado de capitais, para a análise e formação do preço de ativos, dentre eles empresas.

Este modelo busca dar uma resposta de como devem ser relacionados os componentes básicos de uma avaliação de ativos, ou seja, o risco e o retorno.

Por retorno entende-se a remuneração do capital investido, e risco a variabilidade do retorno em um dado período no futuro.

O modelo CAPM parte de algumas premissas, sendo as mais importantes:

- Assume-se grande eficiência informativa do mercado atingindo igualmente a todos os investidores;
- Não há impostos, taxas ou quaisquer outras restrições para os investimentos no mercado;
- Todos os investidores apresentam a mesma percepção com relação ao desempenho dos ativos, formando carteiras eficientes a partir de idênticas expectativas;
- Existe uma taxa de juros de mercado definida como livre de risco;

O custo de capital próprio é dado pela equação 2 abaixo:

$$k_e = R_f + \beta \times [E(R_m) - R_f] \quad (\text{eq. 2})$$

Onde:

K_e = Retorno esperado das ações da empresa (utilizado como custo do capital próprio);

R_f = Taxa livre de risco;

$E(R_m)$ = Expectativa do retorno da carteira de mercado;

$[E(R_m) - R_f]$ = Prêmio de risco de mercado;

β = beta da empresa (risco sistêmico);

Segundo Damodaran (2008), os betas são padronizados por volta de 1, e se:

$\beta = 1$ tem o mesmo risco que o mercado;

$\beta > 1$ Então está acima do risco de mercado;

$\beta < 1$ Então está abaixo do risco de mercado;

$\beta = 0$ Então não existe risco (risco zero);

A média dos betas em todos os tipos de investimento é 1.

Abaixo uma descrição mais completa destes itens:

- Taxa de juros livre de risco: Em geral nos mercados financeiros mais desenvolvidos, o investidor tem a opção de fazer investimentos financeiros livres de risco. Geralmente estes investimentos são proporcionados por títulos da dívida pública dos governos. Aqui no Brasil isto é discutível. É pouco crível que os títulos da dívida pública brasileira sejam isentos de risco (Martelanc, 2005). Esta é uma discussão que se tornou pública há tempos, e o mercado acompanha o desempenho fiscal do governo tentando prever a tendência do déficit público em relação ao PIB, e conseqüentemente da dívida pública em relação ao mesmo

indicador, visando perceber se o governo está ficando mais solvente ou menos solvente para determinar o grau de risco de um título público. Na prática, em mercados emergentes como o Brasil, a estimativa do custo de capital próprio é efetuada a partir da taxa de juros livre de risco do Estados Unidos, sobre a qual é adicionado um prêmio de risco país, no caso o risco Brasil. Mais a frente será examinado a equação completa do custo do capital próprio incorporando-se o risco país. Portanto, para o cálculo efetivo do CAPM da B2W, usaremos como taxa livre de risco, a taxa do título do tesouro americano de 10 anos, que pela sua liquidez serve como melhor indicador das expectativas futuras de remuneração do ativo livre de risco. Esta informação foi retirada da Bloomberg no dia 15/09/2009, e foi equivalente a 3,46%.

- O prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$) é o retorno adicional que o investidor espera obter por investir em alternativas que não sejam livres de risco. Em geral este prêmio é aferido considerando-se o retorno de mercado de ações em relação ao retorno proporcionado pelos títulos de renda fixa. No entanto, dependendo do país e/ou do período escolhido, este número poderá variar muito. No geral, para fins de estimação do prêmio de risco de mercado, é utilizado um número entre 2,5% e 6,5% a.a., obtido com base em dados do mercado norte americano.

Abaixo a tabela contendo os prêmios de risco de mercado médios nos respectivos intervalos de anos (retornos históricos do S&P e do T-Bond – Título do Tesouro dos EUA):

Tabela 2: Prêmios de Risco

	<i>Compounded Value of \$ 100</i>		
<i>Year</i>	Stocks	T.Bills	T.Bonds
1928	143,81	103,08	100,84
2008	112968,13	1964,64	6013,1
Média Geométrica dos Retornos	8,7%		5,2%

Fonte: www.Damodaran.com

Portanto, o prêmio de risco de mercado a ser usado será de 3,4%.

Segundo Póvoa (2004, p.163) “O uso da média geométrica, por considerar que os retornos possuem correlação entre si, é mais apropriado do que a utilização da média aritmética para o cálculo do prêmio de risco justo”.

- O beta pode ser definido como uma medida de risco. Este é calculado através da covariância de uma ação com o retorno de mercado. Quanto maior o beta maior o risco. Por exemplo, o beta de uma empresa de Internet é maior que o beta de uma empresa do setor elétrico.

O cálculo original do beta considera a covariância de uma ação com o mercado e, portanto assume o grau de alavancagem financeira específica da empresa analisada. Caso na projeção feita, a alavancagem da empresa seja alterada, o efeito da alavancagem financeira tem que ser eliminado. Isto pode ser feito por intermédio da equação abaixo:

$$B_v = \text{Beta} / [1 + (1-T) * (D / VM)] \quad (\text{eq. 3})$$

onde:

. B_v é o beta desalavancado;

. Beta é o beta alavancado;

. T é a alíquota marginal do imposto de renda e da contribuição social;

. D é o endividamento financeiro;

. VM é o valor de mercado da empresa;

Segundo Damadoran (2008) o beta de uma empresa é determinado por:

- Tipo de negócio: ou seja, a que risco de mercado uma empresa está sujeita ou não;
- Grau de alavancagem operacional: ou seja, da estrutura de custos que a empresa decide utilizar. Quanto mais custo fixo a empresa tem, mais vulnerável é a baixas de mercado, no entanto mais rapidamente alavanca resultados;
- Grau de alavancagem financeira: À medida que uma empresa aumenta o seu endividamento, aumenta o seu custo fixo decorrente das despesas financeiras incorridas, aumentando, portanto seu grau de risco.

Para que o beta seja calculado adequadamente, é necessário que se encontre uma carteira de ativos que represente o mercado. No Brasil os índices Ibovespa e o IBX não podem ser considerados como representativos, pois poucos setores e empresas apresentam altos percentuais de participação nestes índices. Portanto, será usado o beta da empresa B2W contra o índice de mercado dos EUA, o S&P. Este valor de 1,727, foi calculado usando o retorno de 103 semanas, em dólar, da empresa em questão contra o S&P. O período da amostra foi retirado entre 21/09/2007 até 11/09/2009. Os dados foram retirados do Bloomberg.

Finalmente a equação completa do custo do capital próprio é dada abaixo, considerando inclusive o Prêmio de Risco País (*Country Risk Premium*) (Martelanc 2005).

$$\mathbf{K_e = R_f + B_s \times (R_m - R_f) + R_s} \quad \mathbf{(eq. 4)}$$

Onde:

K_e : o retorno esperado das ações da empresa (utilizado como custo do capital próprio);

R_f : o retorno do ativo livre de risco;

R_m : o retorno esperado para a carteira de mercado;

B_s : a sensibilidade da ação ao mercado de ações;

R_s : risco soberano ou risco país (Prêmio de Risco País)³.

Para calcular o R_s , usaremos a *Credit Default Swap (CDS)* de 10 anos. Este título mede a diferença exigida pelos investidores para comprar um papel representativo da dívida brasileira e um papel representativo da dívida pública americana. Essa informação foi retirada do Bloomberg no dia 15/09/2009, sendo o R_s equivalente a aproximadamente 148 bps, 1,48%.

³ A idéia que está por trás do Prêmio de Risco País, é que um investimento está sujeito a um maior risco num determinado país do que em outro. Intuitivamente é fácil aceitar que um investimento no Brasil é mais arriscado que nos Estados Unidos, no entanto estimar (medir) este prêmio de risco não é algo tão simples, nem temos uma única medida para isto. Uma forma de fazê-lo é considerar o *spread* adicional dos títulos da dívida pública de um país em relação a uma taxa de juros referencial.

2.3 Custo Ponderado do Capital (WACC)

O custo do capital é um dos determinantes do valor de uma companhia e, portanto a sua estimativa é um dos passos importantes no processo de apuração de valor.

Todas as fontes de capital, inclusive a oriunda dos acionistas exigem, remuneração. O custo de oportunidade do capital do acionista é a remuneração mínima exigida por este para manter o seu capital em um empreendimento. Os juros (despesas financeiras) é o custo do capital de terceiros (credores) que financiam as atividades de uma empresa.

O custo do capital obtido da combinação de recursos próprios (acionistas) e de terceiros (credores) é chamado de Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) ou *Weighted Average Cost of Capital*, ou simplesmente WACC como é amplamente utilizado na literatura do gênero.

A estimativa do WACC deve observar os seguintes pontos:

- Compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital (endividamento, capital social, e etc.), uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital.
- Ser computada após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado após os impostos.
- Utilizar taxas nominais de retorno construídas a partir das taxas reais e da inflação prevista, já que o fluxo de caixa previsto é expresso em termos nominais (ou reais, se os efeitos inflacionários forem corretamente removidos dos fluxos de caixa que estão sendo previstos).

- Ajustar para o risco sistemático suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere o risco assumido.
- Empregar as ponderações de valor de mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos de cada tipo de financiamento, ao passo que os valores escriturais não costumam fazê-lo.
- Estar sujeita a mudança durante o período de previsão do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, do risco sistemático ou da estrutura de capital.

Conforme dito por Martelanc (2005) devemos considerar algumas questões sobre o cálculo do WACC. No cálculo da estrutura de capital, deve-se considerar apenas os passivos que gerem encargos financeiros, pois, embora, os passivos como contas a pagar, fornecedores e impostos a pagar sejam fontes de recursos da companhia, estes estão diretamente ligados à operação da mesma, ou seja, tem um caráter operacional iminente, e apesar de terem custos financeiros implícitos, estes custos são de difícil estimativa. Além disto, o nível de atividade da companhia, inclusive por conta de um efeito de sazonalidade de receitas operacionais faz com que os saldos destes passivos tenham um caráter flutuante, provocando oscilações na estrutura de capital, caso venham a serem utilizados.

Em relação ao custo dos recursos de terceiros, consideramos a dedução dos impostos correntes. Na maioria dos países do mundo os juros incorridos sobre empréstimos são dedutíveis para fins de apuração de imposto de renda. No Brasil isto não é exceção. A característica tributária acima tem implicações na apuração do custo de capital de terceiros, que deve ser apurado líquido do efeito fiscal. No Brasil as

despesas financeiras (variações monetárias, variações cambiais e juros), são dedutíveis para fins de apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro auferido. O benefício fiscal da dedução dos juros também é conhecido na literatura como “*Tax Shield*”.

No que tange a estrutura de capital a ser usada no cálculo do WACC, deve ser usada a estrutura de capital considerada adequada pelo analista, pois a estrutura de capital corrente pode não refletir a estrutura de capital que se planeje e que seja possível implementar no futuro. A estrutura de capital atual poderá estar super ou sub avaliada (super ou sub alavancada), os prazos dos financiamentos poderão ser incompatíveis com a operação e os custos muito altos. Além disto, o candidato a comprador poderá ter a possibilidade de obter (alavancar) empréstimos e/ou financiamentos a um custo mais baixo que o do atual controlador e o primeiro deveria considerar o seu custo de capital e não dos acionistas atuais para fins de avaliação.

Para que se calcule a estrutura de capital a ser utilizada no modelo, deve ser utilizado o valor de mercado (*Market Value*) das fontes de recursos. O cálculo do custo médio ponderado de capital deve considerar os valores de mercado tanto das dívidas quanto dos recursos dos acionistas. Conforme Damodaran (1999, p. 80-81) os pesos atribuídos ao patrimônio líquido e à dívida no cálculo do custo médio ponderado de capital precisam ser baseados em valor de mercado, não em valor contábil. O raciocínio se fundamenta no fato do custo de capital medir o custo de emissão de títulos, tanto de ações quanto de bônus, para financiamento de projetos, e que estes títulos são emitidos a valor de mercado, não pelo valor contábil.

Abaixo segue a equação do cálculo do WACC:

$$\mathbf{WACC = (D / (D + E)) * Kd * (1-T) + Ke * (E / (D + E)) \quad (eq. 5)}$$

Onde:

K_d = Custo atual da dívida da empresa;

K_e = Custo do capital próprio;

T = Alíquota de imposto de renda e contribuições sociais;

$(D / (D + E))$ = Participação do capital de credores na estrutura patrimonial da empresa, a valores de mercado;

$(E / (D + E))$ = Participação do capital próprio na estrutura patrimonial da empresa, a valores de mercado;

CAPÍTULO 3

3.1 Setor de Atuação da Empresa:

Conforme informações retiradas do site da empresa B2W (www.b2winc.com), os varejistas de comércio eletrônico possuem diversas vantagens comparativas em relação aos varejistas tradicionais no Brasil. Dentre elas, a capacidade de atingir e atender a um grupo de clientes amplo e geograficamente disperso, com eficiência, a partir de um depósito central, um custo menor de gerenciamento e manutenção do site na Internet, em comparação aos custos de manutenção de lojas físicas, e o potencial para interação personalizada a baixo custo com o cliente. Os varejistas de comércio eletrônico podem coletar dados demográficos e de comportamento de compras rapidamente para responder às mudanças de hábitos e preferências dos consumidores, ajustando eficientemente sua seleção de produtos, conteúdo editorial, interfaces de compra, preço e apresentação visual.

3.2 A empresa B2W S.A.

No fim dos anos 90, o Brasil começou a compartilhar, junto com grande parte do mundo, da popularização da Internet. Muitos até chamam essa popularização da última grande revolução econômica que o mundo viveu, e continua vivendo até hoje com a evolução e com o desenvolvimento de novas utilidades para a Internet. Mas uma área dessa “revolução” chamou a atenção de todos: a criação do comércio eletrônico ou *e-commerce*, ou seja, o comércio via Internet.

Durante essa fase de desenvolvimento dessa nova tecnologia, muitas empresas foram criadas com o intuito de aproveitar essa nova “onda” chamada compras via Internet. Duas dessas empresas que deram origem à B2W foram a Americanas.com e a Submarino por meio da fusão ocorrida em dezembro de 2006. Essa fusão possibilitou a

criação de uma companhia com atuação em diversos meios de mídia, quais sejam, Internet, televisão, catálogos e quiosques, capaz de concorrer de forma mais eficiente no mercado de varejo como um todo, proporcionando melhores condições e níveis de serviço para o cliente final.

Em 23 de novembro de 2006, LASA e Submarino celebraram o Acordo de Fusão, por meio do qual foram estabelecidos os termos e condições que regeram a fusão de Americanas.com (subsidiária integral da LASA) e Submarino, resultando na criação da B2W, sociedade que consolidou as operações de Americanas.com e Submarino, suscedendo-as em todos os respectivos direitos e obrigações.

A fusão foi aprovada pela LASA, única acionista da Americanas.com, e pelos acionistas do Submarino nas respectivas Assembléias Gerais Extraordinárias realizadas em 13 de dezembro de 2006.

Em 7 de novembro de 2007 o CADE aprovou a fusão, sem qualquer restrição, ratificando os pareceres da Secretaria de Direito Econômico – SDE e da Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE.

Após a fusão, a LASA passou a ser a titular de ações representativas de 53,25% do capital social total e votante da B2W e aos antigos acionistas do Submarino coube uma participação de 46,75% do capital social total e votante da B2W.

Em 26 de julho de 2007 a empresa B2W aderiu às regras do Novo Mercado da Bovespa, segmento diferenciado da BOVESPA com padrões mais rígidos de governança corporativa e divulgação de informações.

Atualmente a empresa B2W detém os seguintes negócios:

- 3 principais marcas no setor de varejo eletrônico ou de seus direitos de uso – Americanas.com, Submarino e Shoptime – que têm posicionamentos estratégicos diferentes, mas altamente complementares.

- B2W Viagens – A B2W Viagens, através de suas marcas Americanas Viagens, submarino Viagens e Shoptime Viagens, oferece aos seus clientes serviços de reservas de hotéis, pacotes turísticos, passagens aéreas, cruzeiros marítimos e aluguel de veículos. Dessa forma, visa consolidar sua posição de liderança no mercado de viagens *online* no Brasil através de inovação, qualidade no atendimento, conteúdo diferenciado e preços competitivos.

Através da infra-estrutura de reservas *online*, os clientes da B2W Viagens podem pesquisar, comparar e comprar em mais de 750 companhias aéreas nacionais e internacionais, com mais de 200 opções de destinos e pacotes turísticos, 180 opções de navios pela costa brasileira e pelo mundo, além de 50.000 hotéis no Brasil e no mundo. A receita da B2W Viagens é predominantemente originada de comissão de intermediação.

- Ingressos.com – A ingresso.com oferece tecnologia e serviços de intermediação de compra de ingressos, via Internet, para: cinemas, teatros, shows, jogos de futebol, parques e eventos culturais, com mais de 1 milhão de clientes cadastrados. A ingresso.com é a maior vendedora *online* de ingressos de cinema no Brasil, atendendo a mais de mil salas em todo o país. A receita da Ingressos.com é originada de comissão de intermediação.

- Submarino *Finance* – Fruto da *Joint Venture* com a Cetelem (subsidiária do Banco PNB Paribas), a empresa Submarino Finance oferece o cartão de crédito Submarino, que permite o financiamento em até 24 parcelas com juros para compra de

produtos no *site* do Submarino, além de exclusivo programa de recompensas e promoções especiais, como descontos em produtos e pontuação no Programa de Fidelidade Léguas Submarinas.

O processo de análise de concessão de crédito é feito pela Cetelem, que possui grande expertise no negócio, resultando em baixos índices de perdas financeiras na empresa Submarino *Finance*. A Cetelem retém parte do risco e é remunerada com base no adimplemento das obrigações dos clientes analisados.

Em 2008, o *market share* da B2W era de aproximadamente 54% do mercado nacional, sendo a maior empresa de *e-commerce* do Brasil. E para conseguir manter essa posição, a B2W possui prioridades estratégicas que são seguidas em todos os processos decisórios. São elas: i) Crescer base de clientes, fundamentada na efetiva promoção de marca, na qualidade de entrega dos produtos e no oferecimento de maior sortimento de produtos; ii) Aumentar receita por cliente, onde os principais fatores para alcançar este crescimento são a ampliação do sortimento e concentração de vendas em produtos com maior valor unitário (a frequência de compras por cliente é considerada baixa, mas novas estratégias estão sendo desenvolvidas, como a utilização de *data mining* em e-mails promocionais e páginas personalizadas, e um cartão de crédito que será responsável por fidelizar os clientes além de aumentar seu poder de consumo); iii) Aumentar margens de lucro, através da constante captura de sinergias advindas da fusão entre Americanas.com e Submarino, e da unificação dos centros de distribuição. Através destas medidas, a B2W espera diminuir os custos administrativos, reduzir o volume de compras e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de capital de giro, na medida em que o estoque de produtos será comum as 3 marcas de varejo da empresa, além de reduzir os custos de logística, sistema e pessoal; iv) buscar alianças e aquisições estratégicas, aumentando o número de empresas de comércio eletrônico as quais seus

sites são administrados pela B2W, além de aquisições e associações com outras empresas que visam aumentar a variedade de produtos e serviços.

Um dos segredos do sucesso da B2W foi a preocupação com cada detalhe que envolve a criação de uma empresa de comércio eletrônico, desde a escolha do local do centro de distribuição, das pessoas certas para desenvolver cada área, passando pela criação do site, políticas de segurança altamente avançadas e o processo de venda como um todo. Porém, um desses pontos chama mais atenção por se tratar de uma empresa via Internet: o seu *site*.

Para uma empresa de comércio eletrônico o seu *site* é seu cartão de visita. O *site* da Americanas.com, Submarino e Shoptime, foram criados utilizando tecnologia de ponta e em parceria com a Microsoft, uma das maiores empresas do ramo de informática. O processo de compra por parte do cliente é facilitado pela mobilidade encontrada quando se deseja encontrar um produto específico e/ou produtos substitutos. O visual também ajuda a “conquistar” o cliente, por ser leve e ao mesmo tempo com todas as informações possíveis sobre o produto pesquisado. Mas a segurança em compras via Internet sempre foi um grande ponto de desconfiança por parte do cliente, e foi alvo dos principais esforços para desenvolver uma política de segurança que rendeu o certificado e garantia da VeriSign, autoridade mundial em segurança de operações realizadas pela Internet.

A preocupação com a organização dos produtos em categorias que facilitem a sua busca fez com que os mais de 700.000 produtos fossem divididos em mais de 30 categorias, entre elas os aparelhos eletrônicos, CDs, DVDs, brinquedos, games, entre outras, e produtos das mais variadas marcas e modelos voltadas para todos os tipos de clientes, com todos os tipos de exigências e gostos. Mas as atividades operacionais da

companhia não se resumem somente a venda direta de produtos. Destacam-se também a venda de serviços, tendo como exemplo a entrega de mercadorias de terceiros, e a venda de espaço em seus *sites* para propaganda de empresas diversas interessadas em investir na publicidade de Internet.

3.3 Demonstrativos Financeiros Anuais

Abaixo segue quadro com resumo dos valores contábeis da empresa B2W nos anos 2006 a 2009/06:

Tabela 3: Ativo (Moeda R\$ mil)

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
ATIVO	1.789.720	1.810.289	2.454.241	2.288.432
Ativo Circulante	1.436.003	1.389.363	1.954.441	1.732.182
Disponível/Aplic.C.P.	312.956	122.219	741.893	430.105
Duplicatas a Receber	772.782	798.872	513.273	565.024
Estoques	261.536	311.637	344.647	387.400
Impostos Diferidos	9.260	24.533	60.597	65.965
Outros Creditos	79.469	132.102	294.031	283.688
Realizável L. Prazo	58.019	41.630	38.763	41.024
Impostos Diferidos	53.158	37.326	26.267	24.218
Outros Creditos	4.861	4.304	12.496	16.806
Ativo Permanente	295.698	379.296	461.037	515.226
Imobilizado	196.541	292.976	383.051	445.849
Terr./Edif.	32.589	41.142	76.663	85.277
Intangível	163.952	251.834	306.388	360.572
Diferido	99.157	86.320	77.986	69.377

Fonte: CVM

Tabela 4: Passivo (Moeda R\$ mil)

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
PASSIVO	1.789.720	1.810.289	2.454.241	2.288.432
Passivo Circulante	1.330.956	1.365.631	1.593.402	1.272.748
Fornecedores	442.416	667.021	662.917	648.275
Empréstimos	306.389	536.955	825.763	574.726
I.R. / Contrib. Social	31.264	33.402	31.898	11.490
Dividendos a Pagar	2.729	14.774	18.012	-
Outros CP	548.158	113.479	54.812	38.257
Exigível Longo Prazo	87.178	122.138	637.573	770.460
Provisões LP	5.123	1.880	4.270	4.631
Financ./ Debêntures LP	77.694	107.573	620.932	755.580
Outros	4.361	12.685	12.371	10.249
Patrimônio Líquido	371.586	322.520	223.266	245.224
Capital Social	105.515	174.767	181.566	181.566
Reservas	266.071	147.753	41.700	41.885
Lucros Acumulados				21.773

Fonte: CVM

Tabela 5: Demonstração de Resultado (Moeda R\$ mil)

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
Vendas Brutas	2.363.611	3.394.108	4.410.675	2.251.307
Impostos s/vendas	697.014	1.036.551	1.358.489	649.730
Vendas Líquidas	1.666.597	2.357.557	3.052.186	1.601.577
CMV	1.170.098	1.646.394	2.130.714	1.139.379
Lucro Bruto	496.499	711.163	921.472	462.198
Desp. Operacionais	308.280	376.313	468.094	257.160
Administrativas	53.734	43.676	54.922	31.630
Comercialização	254.546	332.637	413.172	225.530
Lucro operacional	188.219	334.850	453.378	205.038
Rec.Financeira	16.430	11.150	135.506	22.451
Desp. Fin.	88.484	171.115	341.410	170.879
Depreciação	16.982	33.243	84.805	31.841
(+)(-) Outras Rec/Desp.	24	0	0	9.860
L.Líquido Operar.	99.207	141.642	162.669	34.629
Rec. Não-operac.	49.851	0	0	0
Desp. Não-operac.	0	45.497	35.393	0
Lucro Líquido	149.058	96.145	127.276	34.629
I.R./C..SOC.	-106	33.537	43.276	5.069
(+)(-)Equiv. Patrim.	-6.410	-404	3.888	2.048
Result.Balanço	142.754	62.204	87.888	31.608

Fonte: CVM

Tabela 6: Análise Vertical Ativo

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
ATIVO	100	100	100	100
Ativo Circulante	80	77	80	76
Disponível/Aplic.C.P.	17	7	30	19
Duplicatas a Receber	43	44	21	25
Estoques	15	17	14	17
Impostos Diferidos	1	1	2	3
Outros Creditos	4	7	12	12
Realizável L. Prazo	3	2	2	2
Impostos Diferidos	3	2	1	1
Outros Creditos	0	0	1	1
Ativo Permanente	17	21	19	23
Imobilizado	11	16	16	19
Diferido	6	5	3	3

Fonte: Autor

Tabela 7: Análise Vertical Passivo

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
PASSIVO	100	100	100	100
Passivo Circulante	74	75	65	56
Fornecedores	25	37	27	28
Empréstimos	17	30	34	25
I.R. / Contrib. Social	2	2	1	1
Dividendos a Pagar	0	1	1	0
Outros CP	31	6	2	2
Exigível Longo Prazo	5	7	26	34
Financ./ Debêntures LP	4	6	25	33
Outros	0	1	1	0
Patrimônio Líquido	21	18	9	11
Capital Social	6	10	7	8
Reservas	15	8	2	2
Lucros Acumulados	0	0	0	1

Fonte: Autor

Tabela 8: Análise Vertical DRE

Demonst.Financeiras de:	dez/06	dez/07	dez/08	jun/09
nº meses balanço	12	12	12	6
Vendas Brutas	142	144	145	141
Impostos s/vendas	29	31	31	29
Vendas Líquidas	100	100	100	100
CMV	70	70	70	71
Lucro Bruto	30	30	30	29
Desp. Operacionais	18	16	15	16
Administrativas	3	2	2	2
Comercialização	15	14	14	14
Lucro operacional	11	14	15	13
Rec.Financeira	1	0	4	1
Desp. Fin.	5	7	11	11
Depreciação	1	1	3	2
(+)(-) Outras Rec/Desp.	0	0	0	1
L.Líquido Operar.	6	6	5	2
Rec. Não-operac.	3	0	0	0
Desp. Não-operac.	0	2	1	0
Lucro Líquido	9	4	4	2
I.R./C..SOC.	0	1	1	0
Result.Balanço	9	3	3	2

Fonte: Autor

Análise Vertical

Ativo

Ao fazermos uma análise vertical dos números da B2W, tanto de suas contas patrimoniais como de suas contas de resultado, percebemos suas características como uma empresa de varejo. Na média 80% de seu ativo se concentra nas contas de curto prazo, demonstrando a velocidade de seu ciclo operacional. As principais contas do ativo são caixa, duplicatas a receber e estoques. Nessas últimas contas se encontra o maior esforço da empresa, a fim de diminuir sua necessidade de investimentos para mantê-los, ou seja, quanto maior o estoque e maior a conta de duplicatas a receber menor a velocidade com que a empresa termina um ciclo produtivo e, portanto, maior a necessidade de investimentos em giro. Em função disto, podemos perceber uma melhora (diminuição) da conta de duplicatas a receber, passando de 43% para 25% do total do ativo, aliada a uma manutenção dos estoques em níveis de 15%. O ativo permante, que representa na média cerca de 20% do ativo total, é representado basicamente pelo ativo intangível, onde está incluso ágio a amortizar, que gerará um benefício fiscal nos próximos exercícios.

Passivo

No passivo as principais contas são: Fornecedores, Empréstimos, Capital Social. Quanto maior for a conta “fornecedores” melhor para a empresa, pois os mesmos estariam financiando o seu crescimento de vendas, sem a necessidade de investimentos em capital de giro. De modo geral, empresas de comércio incentivam suas vendas aumentando seus prazos de venda ou baixando preços. Ao utilizar esta primeira estratégia, a mesma teria que aumentar investimentos em capital de giro, uma vez que os prazos dos fornecedores não acompanham o aumento do prazo da conta “duplicatas a

receber” (financiamento a clientes). Podemos perceber uma manutenção desta conta em relação ao passivo total, portanto acreditamos que desde 2006 a empresa vem diminuindo sua necessidade de capital de giro, pois sua conta “duplicatas a receber” vem diminuindo em contrapartida de uma manutenção da conta “fornecedores”.

Um outro ponto importante na análise das contas patrimoniais é a proporção entre capital de terceiros e capital próprio da empresa. Analisando também a disposição deste capital de terceiros entre curto e longo prazo. Em 2006 o patrimônio líquido da empresa financiava cerca de 21% do seu ativo, a mesma proporção de capital de terceiros. Já em junho de 2009, o P.L. passou a representar 11% e os empréstimos somaram 58% do passivo total. Isto demonstra um financiamento das atividades da empresa, assim como seu crescimento, de capital de terceiros, que via de regra, possuem um custo menor.

No início da reestruturação patrimonial, a empresa se endividou muito no curto prazo, gerando necessidades constantes de refinanciamento. O objetivo de qualquer empresa é adequar suas obrigações financeiras a sua geração de fluxo de caixa, portanto quanto mais longo for esse passivo, menor será a necessidade de refinanciamento. Esta estratégia se mostra presente na medida que os empréstimos de curto prazo passam de 30% em 2007, contra os empréstimos de longo prazo de 6%, para 25% e 33%, respectivamente, em junho de 2009.

3.4 Premissas e Projeção dos Fluxos de Caixa

Para começar a projeção do fluxo de caixa da B2W S.A., inicialmente vamos calcular a taxa de desconto da mesma.

Com base nas informações acima, segue cálculo final do CAPM da B2W:

CAPM Nominal US\$	=	Risk Free	+	Beta Alavancado	*	Prêmio RV	+	Spread Soberano
10,8%	=	3,46%	+	1,727	*	3,40%	+	1,48%

Este valor acima corresponde ao CAPM da B2W em dólar, para passarmos para real, consideramos a diferença de inflação de longo prazo dos dois países. No Brasil consideramos a meta de inflação passada pelo FOCUS, de 4,5% a.a. e para os EUA, consideramos a inflação de 2,5% a.a., obtida através da conta de ativos indexados à inflação neste país. Portanto, chegamos no valor do CAPM em real:

CAPM Nominal R\$	=	CAPM Nominal US\$	+	Desv. Cambial Efetiva
13,6%	=	10,8%	+	2,5%

Com o custo do capital próprio estimado, podemos calcular o WACC da empresa B2W. Considerando o setor de atuação da empresa e suas características de maior risco frente outros setores, consideramos a estrutura de capital adequada de 90% capital próprio, com custo de 13,6%, e 10% de capital de credores, com custo de 12%, chegamos a um WACC de 13% . Portanto, o fluxo de caixa projetado da empresa B2W S.A. será trazido a valor presente descontado pela taxa de 13%, que seria o custo de oportunidade de se investir um um ativo com risco semelhante.

Para a projeção do fluxo de caixa faz-se necessária a adoção de algumas premissas tanto no que diz respeito ao cenário macroeconômico quanto setorial, além disso, tentamos captar o crescimento endógeno da empresa. Para isso, temos que admitir números como crescimento de PIB (produto interno bruto), inflação e massa salarial. As projeções do modelo serão feitas até 2016 onde depois será calculada uma perpetuidade

para somar ao fluxo de caixa. O modelo estima a receita líquida, custo operacional, investimento e depreciação para todos os anos do período em análise. Posteriormente, aplicaremos a taxa de desconto para trazer o fluxo de caixa para o valor presente (método FCD).

Expectativa de Crescimento

Como já foi dito anteriormente, a expectativa de crescimento do mercado de *e-commerce* é muito grande para os próximos anos. De acordo com relatórios divulgados pelo site e-bit (www.ebit.com.br), por exemplo, a expectativa de crescimento para o ano de 2009 será de 28%, este crescimento acumulado desde 2004 chegou a 47% ao ano. No ano de 2009, apesar do ainda bom desempenho deste setor, a crise teve um desempenho fundamental neste menor crescimento, sendo provável que para o ano de 2010 este crescimento apresente níveis mais elevados. Para a construção do modelo, foi adotada uma expectativa de crescimento da empresa um pouco menor que a esperada para o mercado, devido ao aumento da competição nos últimos meses, sendo esta taxa adotada de 17,2% a.a até o ano de 2016.

Premissas do *Compound Growth Annual Rate* (CAGR):

1. Atual baixa penetração de *e-shoppers* (clientes de comércio eletrônico);
2. Atual baixa penetração de acesso à internet banda larga;
3. Expectativa de compras mais frequentes por parte dos consumidores quando estes se tornarem mais experientes nesse tipo de comércio (após a primeira compra, as próximas se tornam muito mais prováveis de ocorrerem em detrimento o comércio de rua);

4. Enorme potencial de crescimento da categoria, principalmente no Brasil, devido sua recente criação;
5. Grande crescimento da base de clientes de cartão de crédito que facilita a entrada de novos consumidores nesse mercado;
6. Atual penetração de utilizadores de *internet banking* (acesso ao banco pela internet) indica a tendência dos brasileiros em adotarem os serviços *on-line*;
7. Para o cenário macroeconômico foram usadas as projeções da FOCUS (www.bcb.gov.br).

Análise dos Resultados das Projeções do Modelo

Projeções

Todas as projeções deste estudo foram feitas respeitando as premissas assumidas para este modelo. Neste capítulo, veremos a projeções dos principais resultados e indicadores da B2W S.A. (BTOW3) para os próximos anos.

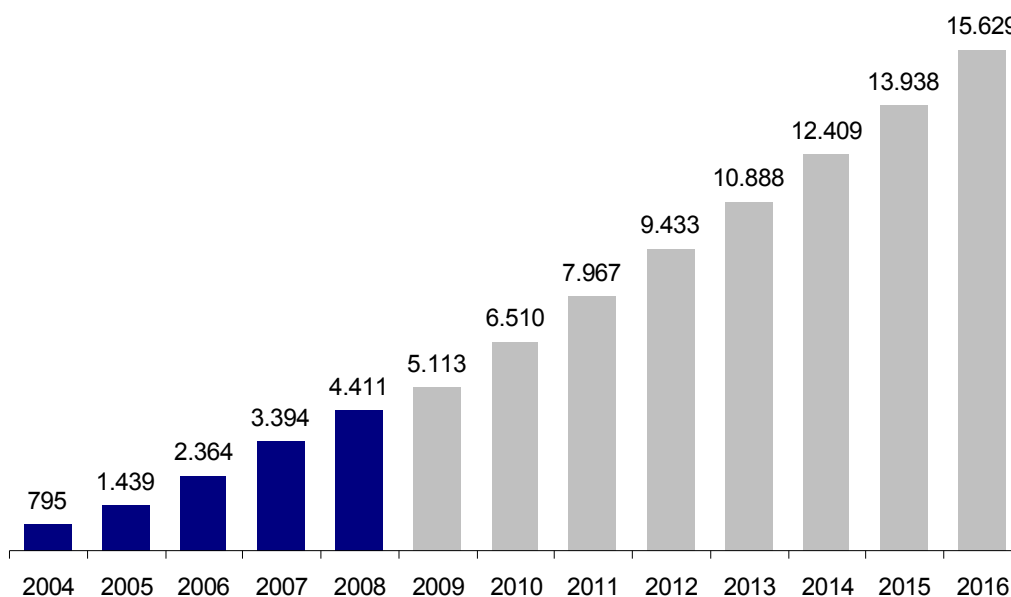
Receita Bruta

Para projetarmos a receita bruta da B2W até 2016, foi utilizado para a expectativa de crescimento do comércio varejista a soma da expectativa de IPCA para os próximos anos, mais 1,5 vezes o PIB para os mesmos anos. Para o crescimento do comércio varejista *e-commerce*, foi utilizada a expectativa passada pela empresa especializada em *e-commerce* E-bit. Finalmente, para projetarmos o crescimento da receita bruta da B2W, consideramos uma diminuição constante do *market-share* detido pela mesma entre os anos de 2009 a 2016. Esta expectativa de crescimento do comércio online brasileiro, foi apoiada em relatórios de bancos de

investimento que apontam para um maior número de usuários de Internet e usuários de Internet que a utilizam para fazer compras (*e-shoppers*), além de uma maior bancarização da população, possibilitando um maior número de usuários de cartão de crédito.

Segue abaixo um gráfico com a projeção da receita bruta da B2W S.A. até o ano de 2016, baseada nas premissas utilizadas no modelo:

Figura 1 – Receita Bruta – B2W S.A. (milhões de reais)

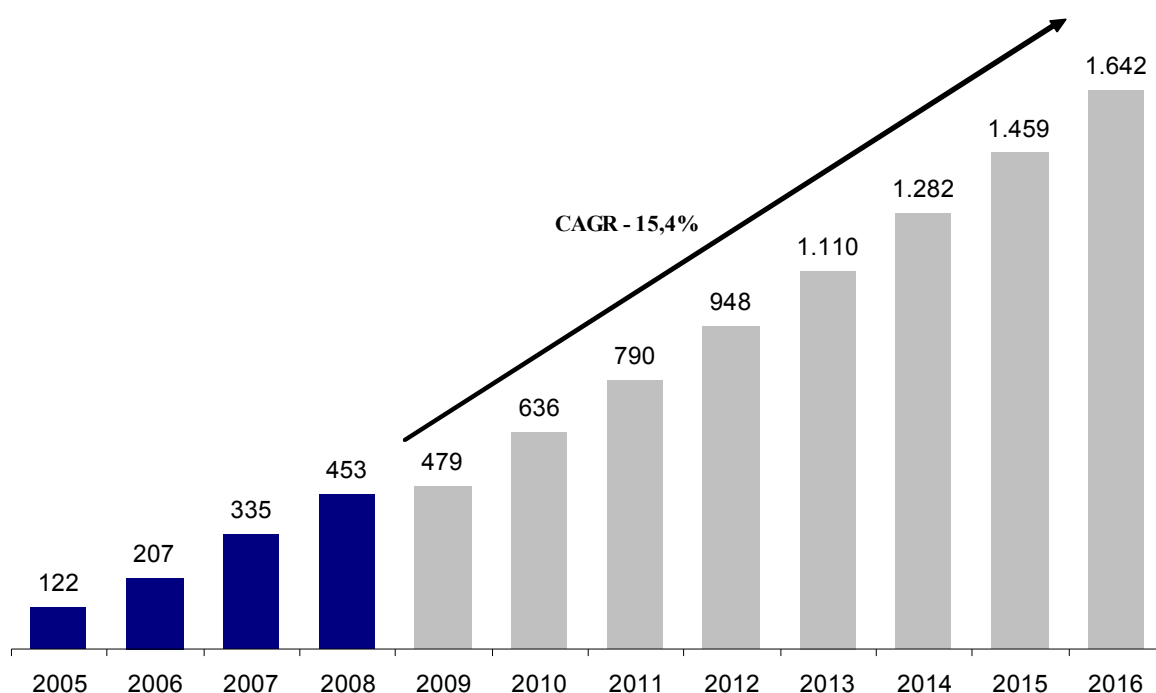


Margem EBITDA

O EBITDA é uma medida de geração de caixa num período determinado. Já a margem EBITDA é a relação entre EBITDA e receita líquida, ou seja, é o índice que indica a margem operacional da empresa. Esta margem é o indicador de rentabilidade mais utilizado pois não é influenciado por receitas/despesas não operacionais e

depreciação, que não fazem parte das operações normais da companhia. Para muitos analistas, o EBITDA é visto como uma aproximação do impacto das vendas no caixa da empresa, de forma que a margem EBITDA dá uma idéia de retorno em termos de dinheiro em caixa. Como resultado das projeções de receitas e custos operacionais, a margem EBITDA das operações da B2W S.A. estabiliza-se em torno de 15%. A forma como se calcula esta margem é muito simples: deve-se dividir o valor do EBITDA encontrado para um determinado período pelo valor da receita líquida do mesmo período.

Figura 2: EBITDA – B2W S.A. (milhões de reais)



Margem EBITDA (%)	11,9%	12,4%	14,2%	14,9%	13,2%	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	15,0%	15,1%
-------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

A avaliação foi realizada através da metodologia de DCF das operações da B2W S.A.. O fluxo de caixa reflete o caixa gerado pelas operações da empresa, informação disponível para todos os investidores e credores da companhia. A estimativa deste fluxo teve como base as demonstrações financeiras dos exercícios realizados e perspectivas futuras do setor (comércio eletrônico) e da empresa, conforme estimativas da própria B2W, e de empresas de pesquisa que cobrem o setor de comércio eletrônico, como o site www.ebit.com.br. Os resultados alcançados neste modelo confirmaram um futuro promissor para as operações futuras da companhia, como pode ser confirmado através da análise da projeção do fluxo de caixa até o ano de 2016. Segue abaixo a estimativa do fluxo de caixa livre da operação de vendas de produtos e serviços da B2W S.A.:

Tabela 9: Fluxo de Caixa Livre para a Firma

Fluxo de Caixa Livre para a Firma	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	232,0	197,8	313,6	442,1	590,9	758,9	910,3	1.073,5	1.203,5
Imposto de Renda e Contribuição Social	(78,9)	(67,3)	(106,6)	(150,3)	(200,9)	(258,0)	(309,5)	(365,0)	(409,2)
Depreciação	59,2	69,5	95,4	125,1	159,7	198,6	241,7	288,5	329,2
Capex	(189,6)	(206,2)	(272,6)	(322,5)	(368,7)	(410,4)	(450,4)	(486,4)	(327,3)
Δ NCG	359,2	(4,0)	53,4	45,2	13,1	(16,9)	(61,7)	(25,6)	(54,7)
Fluxo de Caixa da Empresa	382,0	(10,2)	83,1	139,6	194,1	272,2	330,3	485,0	741,5
Valor Presente do Fluxo de Caixa		(9,0)	65,0	96,7	119,0	147,6	158,5	205,9	278,6

Para chegar ao valor da companhia Submarino S.A. projetamos o *free cash flow to Firm (FCFF)* ou fluxo de caixa livre da companhia utilizando os dados explorados anteriormente, como se pode ver na tabela acima.

Para calcularmos o valor presente líquido do fluxo de caixa livre trazemos cada valor do fluxo a valor presente, utilizando a taxa de desconto calculada anteriormente. Ao valor presente do fluxo de caixa descontado somamos o valor da perpetuidade que é obtido usando o valor do último *free cash flow* do modelo (ano 2016 / 741,5 milhões de

reais) multiplicado pela taxa de crescimento na perpetuidade e dividido pela taxa de desconto menos a projeção de crescimento da empresa (taxa de perpetuidade).

Perpetuidade:

Uma companhia em curso normal de operação (*going concern*) não tem uma previsão de encerrar as suas operações. Embora saibamos que as empresas estejam sujeitas a um processo normal de mortalidade, não seria razoável considerar o seu fim com data marcada num processo de avaliação, a não ser que exista informação e/ou circunstância esclarecedora sobre esta questão.

Neste ponto será calculado o que chamamos de taxa de perpetuidade do modelo da B2W. Uma perpetuidade é um fluxo de caixa constante em intervalos regulares para sempre. Como já vimos antes, a expectativa de crescimento para o mercado *e-commerce* para os próximos anos chega a 24,4% e, a expectativa de crescimento da própria B2W para os próximos anos é de 22%. Mesmo considerando esta taxa, seria no mínimo estranho pensar em uma taxa de crescimento constante deste nível para um tempo indefinido. Sendo assim, a taxa de perpetuidade deve levar em consideração não só a situação da empresa analisada, mas também a situação do mercado em que a empresa está inserida e o cenário econômico do país em que a empresa se situa. Considerando esses pontos, ficamos mais aptos a determinar uma taxa de perpetuidade que realmente reflita uma taxa de crescimento constante para um período indeterminado de tempo.

Vimos que a projeção de crescimento da empresa tem um peso crucial na criação de um modelo *valuation*, pois para determinarmos o valor da empresa devemos somar todos os fluxos de caixa trazidos a valor presente, exceto o último, e, após isso, somamos este montante ao valor da perpetuidade. Esse valor é calculado da

seguinte forma: Divide-se o valor do fluxo de caixa do último período trazido a valor presente pela diferença entre a taxa de desconto usada no modelo e a taxa de perpetuidade determinada.

$$\text{Perpetuidade} = (\text{FCFFt} * (1 + g)) / (\text{WACC} - g)$$

No exemplo específico da empresa B2W S.A., a taxa de perpetuidade determinada foi de 8,8%. Esse valor corresponde à taxa média de crescimento nominal da economia ao no ano de 2016. Sendo o valor de DCF no último período de aproximadamente R\$ 741,5 milhões, dividimos este valor da seguinte forma:

$$\text{Perpetuidade} = 741,5 \text{ MM} * (1 + 8,8\%) / (13\% - 8,8\%)$$

O valor encontrado acima trazido a valor presente soma R\$ 7.190,5 milhões, sendo, portanto, o valor da perpetuidade da B2W.

Chegamos assim ao valor de R\$ 8.552,3 milhões (valor estimado da empresa menos dívida líquida atual) para a B2W S.A., que dividido pelo número de ações da empresa que é de 110.194.000 ações, encontramos o preço por ação (*target price*) de aproximadamente R\$ 77,61 para o fim do ano de 2009.

Conclusão

O modelo criado para analisar a empresa B2W S.A., e seus resultados foram concluídos com êxito. O objetivo final deste trabalho era determinar o valor atual de mercado da empresa B2W S.A. e de suas ações, utilizando o método do fluxo de caixa descontado para a firma. Para a criação deste modelo foram determinadas premissas que foram seguidas durante todo o estudo, buscando sempre projetar os resultados com a maior precisão possível, levando em consideração as projeções dos indicadores macroeconômicos que visam analisar o mercado no futuro.

Ao final do estudo chegamos aos valores, para o fim de 2009, de **R\$ 8.552,3 milhões**, para a empresa B2W S.A., e de R\$ 77,61 para as suas ações. Levando em consideração que o preço em setembro de 2009 da ação está por volta de R\$ 49,40, concluímos que este preço está subvalorizado de acordo com as premissas adotadas neste trabalho. Esta subvalorização pode ser explicada pelas premissas adotadas neste modelo, onde foram assumidas perspectivas promissoras para o mercado de *e-commerce* a médio e longo prazo.

O principal ponto que afeta o valor da empresa e de suas ações em um modelo de *valuation* é a taxa de desconto utilizada no modelo. Essa taxa reflete o custo de oportunidade (risco) do investimento da ação da empresa, e foi determinada pela fórmula do WACC. A taxa de desconto adotada neste modelo (13%) pode ser considerada adequada de acordo com a visão de um investidor disposto a investir em uma ação de uma empresa nacional levando em conta suas perspectivas de retorno a longo prazo. Sendo assim, mantendo a taxa de perpetuidade, concluímos que quanto maior a taxa de desconto, menor o valor da empresa e, quanto menor a taxa de desconto adotada, maior o valor da empresa.

A B2W S.A. vem fazendo cada vez mais inovações em seus serviços, investindo na ampliação de seu portfólio de produtos, na segurança de suas vendas, afim de consolidar sua posição de líder de mercado em um setor com boas perspectivas futuras e alta competição. Para tanto, a empresa trabalha com a seguinte visão: “Ser a loja preferida dos clientes por oferecer conveniência, serviço, variedade e segurança.”
(www.b2winc.com)

Cabe ressaltar que se trata de um trabalho acadêmico, não significando numa opinião de investimento.

BIBLIOGRAFIA

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas** *Valuation*. 3 ed. Makron Books. São Paulo: 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. 2 ed. Qualitymark. São Paulo: 2008.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas**. ed. Prentice Hall. São Paulo: 2005.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation – Como Precificar Ações*. 1 ed. Globo. São Paulo: 2004.

SOUTE, Dione; MARTINS Eliseu; MACHADO, Márcia; SCHVIRCK, Eliandro. **Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento**. Revista UNB Contábil v. 11. Brasília: 2008.

www.b2winc.com

www.ebit.com.br

www.bcb.gov.br