



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

MONOGRAFIA

Título: *Valuation* da Empresa Lojas Renner S.A.

**Diego de Carvalho Prista
DRE: 109009688**

Julho / 2013

Valuation da Empresa Lojas Renner S.A.

Diego de Carvalho Prista
DRE: 109009688

MONOGRAFIA SUBMETIDA À COORDENAÇÃO DO CURSO DE ADMINISTRAÇÃO DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, COMO PARTE DOS REQUISITOS NECESSÁRIOS À OBTENÇÃO DO TÍTULO DE BACHAREL.

Aprovada por:

Professora Orientadora: Iris Andreatta

Professor Leitor: Angelo Cister

Rio de Janeiro
Julho de 2013

Agradeço à minha família, em especial à minha mãe,
pelo apoio incondicional, na faculdade e na vida.

Resumo

O presente trabalho é uma avaliação da empresa varejista Lojas Renner S.A., do ponto de vista econômico-financeiro.

Com o intuito de embasar as premissas adotadas para os procedimentos de avaliação, serão abordados, de início, temas como a história da companhia, sua missão, visão e valores, análise do mercado de varejo no Brasil e suas principais concorrentes.

De posse destas informações, será feita a avaliação da empresa pelos dois métodos mais usados para tal fim: Avaliação Relativa e Fluxo de Caixa Descontado.

Espera-se que a presente pesquisa constitua um exemplo de aplicação de modelos práticos, trazendo informações úteis, tanto aos que pretendam utilizar tais ferramentas no futuro, quanto aos que visam obter referências para a avaliação da mesma empresa ou de seus pares do segmento de comércio varejista no Brasil.

Abstract

This paper has the goal of performing a valuation of the company Lojas Renner S.A..

In order to explain the premises adopted during the valuation procedures, there will be, as a kickstarter, an explanation of topics as the company's history, Mission, Vision and Values, Brazilian retail market and Renner's biggest rivals.

It is expected that this paper provides an example of practical approach of valuation models, bringing useful data for those who intend to use these tools in the future and the ones in search for references to value the same company or its pairs in the Brazilian retail Market.

Sumário

Capítulo 1 – Introdução	09
Capítulo 2 – Lojas Renner S.A.	10
2.1 – História	11
2.2 – Diretrizes Organizacionais	13
2.2.1 – Missão/Visão	14
2.2.2 – Valores	14
2.3 – Pioneirismo	15
2.4 – Composição Acionária	16
2.5 – Governança Corporativa	16
2.5.1 – Níveis de Governança Corporativa	18
2.6 – Segmento Varejo no Brasil	20
2.6.1 – Principais Concorrentes	22
Capítulo 3 – Avaliação relativa	23
3.1 – Comparando Ativos do Setor	23
3.1.1 – Preço/Lucro	24
3.1.2 – Preço/Ebit	25
3.1.3 – Dividend Yield	25
3.1.4 – Liquidez Corrente	26
3.1.5 – Margem Ebit	26
3.1.6 – Margem Líquida	26
Capítulo 4 – Avaliação por FCD	27
4.1 – Valuation da Lojas Renner S.A.	28
4.1.1 – Receita Operacional Líquida	28
4.1.2 – Custo de Produtos Vendidos	29
4.1.3 – Despesas Operacionais	29
4.1.4 – Depreciação e Imobilizado	30
4.1.5 – Projeção de Ebit	31
4.1.6 – Capital de Giro	31
4.1.7 – investimentos em Capital	33

4.1.8 – Custo de Capital de Terceiros	_____	33
4.1.9 – Custo do Capital Próprio (Rs)	_____	34
4.1.9.1 – Estimando o beta (β)	_____	35
4.1.9.2 – Prêmio por Risco (rm-rf)	_____	35
4.1.9.3 – Taxa Livre de Risco (rf)	_____	35
4.1.9.4 – Custo de Capital Próprio	_____	35
4.1.10 – Custo Médio Ponderado de Capital	_____	36
4.1.11 – Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	_____	37
4.1.12 – Valor da Perpetuidade	_____	37
4.1.13 – Valor Justo	_____	38
4.1.14 – Upside Estimado	_____	38
Conclusão	_____	38
Bibliografia	_____	42

Índice de Figuras

Capítulo 2 – História

<i>Figura 2.1 – Filosofia do Encantamento</i>	_____	10
<i>Figura 2.2 – Evolução do Número de Lojas Renner</i>	_____	12
<i>Figura 2.3 – Lojas em 2012</i>	_____	13
<i>Figura 2.4 – O Encantômetro</i>	_____	15
<i>Figura 2.5 – Composição Acionária</i>	_____	16
<i>Figura 2.6 – Níveis de Governança Bovespa</i>	_____	19
<i>Figura 2.7 – Varejo por Região</i>	_____	21
<i>Figura 2.8 – Principais Concorrentes</i>	_____	22

Capítulo 3 – Avaliação Relativa

<i>Figura 3.1 – Comparação dos Múltiplos</i>	_____	24
--	-------	----

Capítulo 4 – Avaliação por FCD

<i>Figura 4.1 – Evolução da ROL</i>	_____	29
<i>Figura 4.2 – Evolução do CPV</i>	_____	29
<i>Figura 4.3 – Evolução das Despesas Operacionais</i>	_____	30
<i>Figura 4.4 – Evolução da Depreciação</i>	_____	30
<i>Figura 4.5 – Projeção do Ebit</i>	_____	31
<i>Figura 4.6 – Prazos Médios C.G.</i>	_____	32
<i>Figura 4.7 – Evolução da ROB</i>	_____	32
<i>Figura 4.8 – Variação de Capital de Giro</i>	_____	33
<i>Figura 4.9 – Dívidas de Curto Prazo</i>	_____	33
<i>Figura 4.10 – Dívidas de Longo Prazo</i>	_____	34
<i>Figura 4.11 – Custo do Cap. de Terceiros</i>	_____	34
<i>Figura 4.12 – Projeção dos Fluxos de Caixa</i>	_____	37
<i>Figura 4.13 – Valor da Empresa</i>	_____	38
<i>Figura 4.14 – Upside</i>	_____	38

Conclusão

<i>Figura 5.1 – Sensibilidade – Perpetuidade</i>	_____	40
<i>Figura 5.2 – Sensibilidade – Ebit</i>	_____	41

Capítulo 1 - Introdução

O cenário econômico brasileiro possibilitou, recentemente, uma grande expansão do setor de varejo. O aumento da classe média e os até então bem sucedidos esforços do governo para lidar com as crises econômicas, que tanto afetaram o mercado internacional, fizeram deste setor alvo de uma grande onda de otimismo e um subsequente viés de alta em suas ações.

Isso se explica pelo fato de o varejo ter sua base de clientes aumentada com o crescimento da classe média e reagir diretamente ao cenário nacional, estando significativamente menos exposto a intempéries da economia mundial que outros setores.

Este trabalho visa performar uma análise mais criteriosa das contas da empresa, objetivando verificar se este viés de alta tem ou não explicação no histórico recente da Lojas Renner S.A.

Para a análise, utilizaremos os dados fornecidos pela empresa em suas Demonstrações Financeiras, relacionando-os com possíveis causas no cenário macroeconômico e também nos fatos da gestão da organização pesquisada.

Traremos também à tona informações como a história da empresa, suas diretrizes organizacionais, áreas de pioneirismo, adesão ao Novo Mercado, Composição Acionária e uma breve análise do setor de varejo no Brasil.

O *Valuation* da empresa será feito utilizando as metodologias do Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa por Múltiplos. Com o primeiro, estimaremos o valor justo da empresa, com base em seu fluxo de caixa, crescimento e risco, conseguindo projetar o valor da ação, enquanto que, com o segundo, faremos uma avaliação comparativa a ativos análogos dando, além do valor justo, uma ideia sobre a possibilidade da Lojas Renner S.A. ser ou não um ativo interessante, ainda que comparado a seus pares.

É esperado que a evolução recente das cotações em mercado e os resultados destes dois métodos constituam uma base de dados suficiente para a conclusão sobre a viabilidade ou não do investimento nesta companhia.

É importante salientar que todo trabalho de avaliação de empresas parte de premissas e teorias científicas e do próprio avaliador, não sendo esta uma ciência exata. Mesmo garantindo o uso de dados exatos e de métodos aceitos tanto na academia quanto no mercado de trabalho, é comum haver desvios, devido ao trabalho ser, dito a grosso modo, um exercício de previsão do futuro.

Capítulo 2 – Lojas Renner S.A.

Este capítulo apresenta informações gerais sobre a empresa, tal como marcos relevantes de sua história, suas diretrizes organizacionais, composição acionária, informações sobre a Governança Corporativa e adesão ao Novo Mercado da Lojas Renner S.A., seguidas de breves comentários sobre o setor varejista nacional.

Salientar-se-á a importância da “Filosofia do Encantamento” para a empresa, percebida por esta como principal fator de diferenciação da organização.

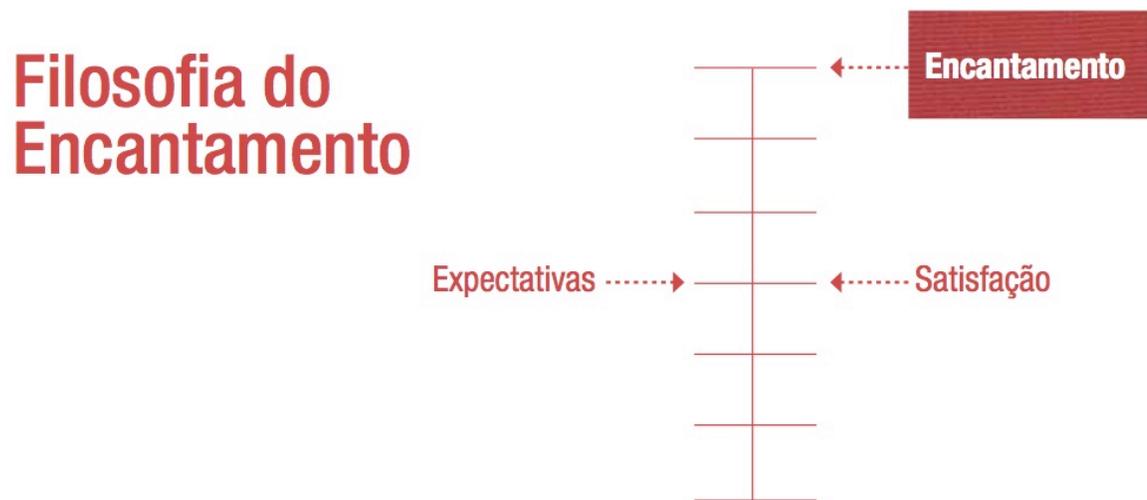


Figura 2.1 – Filosofia do Encantamento – Fonte: Relatório Anual de Sustentabilidade 2012

2.1 – História

A Organização em questão iniciou atividades em 1922, ainda como parte do Grupo A.J. Renner, com seu primeiro ponto de vendas de produtos têxteis em Porto Alegre – Rio Grande do Sul. Em 1940, ainda afiliada ao grupo citado, a empresa aumentou seu mix de produtos, passando, assim, a atuar como loja de departamentos.

Em 1965, com seu crescimento e evolução, o grupo A.J. Renner tornou independentes as empresas que o formavam e assim criou a companhia Lojas Renner S.A.. Após dois anos, a empresa já era uma companhia de capital aberto.

Já no começo da década de 90, com a bem sucedida reestruturação e a implantação da Filosofia do Encantamento, segundo a qual “não basta satisfazer, mas superar as expectativas dos clientes”, a Lojas Renner se expande e passa a atuar nos estados de Santa Catarina, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Distrito Federal. É o momento no qual a companhia abraça sua vocação e passa a operar no formato de lojas de departamentos especializadas em moda.

Esta expansão veio acompanhada da consolidação da atuação da empresa nestas regiões. Aliando suas mercadorias a preços competitivos, A Lojas Renner saltou de oito lojas, em 1991, para 21 lojas em novembro de 1998.

Em dezembro do mesmo ano, o grupo J.C. Penney, através de sua subsidiária J.C. Penney Brazil, Inc., adquiriu o controle acionário da Lojas Renner. Tornar-se parte deste grupo possibilitou alguns benefícios operacionais, como acesso a fornecedores internacionais, consultoria de especialistas para a escolha de pontos comerciais e a adoção de procedimentos e controles internos diferenciados. Com isso, veio um crescimento substancial da empresa a partir da referida data.

Já em 2002, a loja aposta em coleções baseadas em estilos de vida, compostas por marcas próprias, baseadas nas atitudes, interesses, valores, personalidades e hábitos dos clientes e, com isso, as lojas são reorganizadas para que estes produtos sejam expostos de forma mais adequada, otimizando o tempo e facilitando a escolha do cliente.

Em 2005, com a companhia já consolidada, detentora de 64 pontos-de-venda, a J.C. Penney optou pela venda do controle da empresa com uma oferta pública de ações na Bolsa de Valores de São Paulo, aderindo ao Novo Mercado da Bovespa e sendo, também, a primeira empresa a ter seu capital pulverizado com aproximadamente 100% das ações em circulação.

Em 2011, a empresa optou por inaugurar lojas focadas em públicos específicos. É o caso da linha de moda jovem Blue Steel, que passou a ter bandeira própria e já conta com quatro lojas no estado de São Paulo, duas no Rio Grande do Sul e uma em Minas Gerais.

Além da abertura das lojas Blue Steel, a Lojas Renner S.A. também concluiu a compra da rede Camicado, por um total de R\$ 165 milhões, abrindo espaço para operar, novamente, no segmento de utilidades domésticas, como o fizera há tempos atrás, antes da reestruturação focada em moda. No entanto, agora, a atuação é feita em pontos de venda separados.

Hoje a empresa segue em expansão. Em 2012 fechou o ano com 232 lojas (188 Renner, 40 Camicado, 04 Blue Steel), 01 loja virtual atendendo todo o Brasil e 03 CD's localizados no RJ, SP e SC. Em 2013, já houve mais inaugurações. Agora já são 241 Lojas (195 Renner, 41 Camicado e 05 Blue Steel).

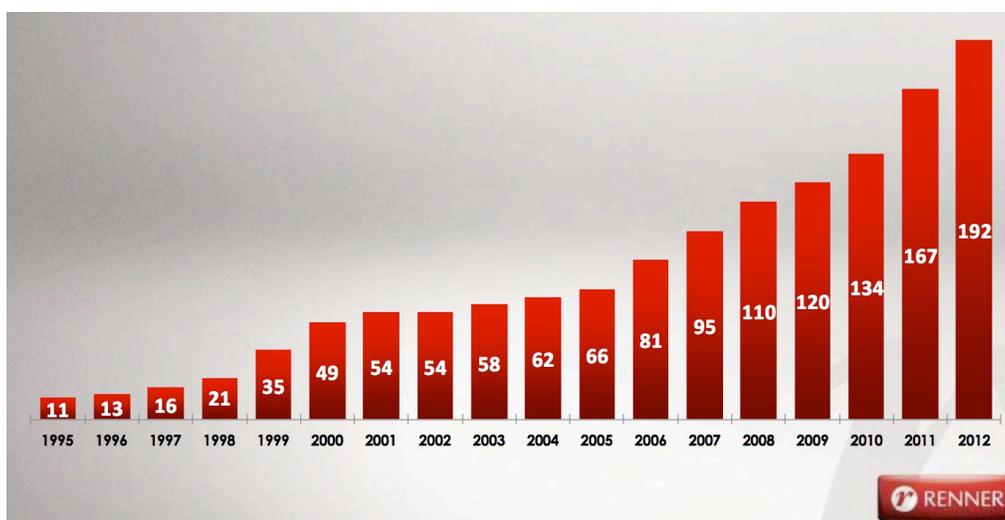


Figura 2.2 – Evolução do Número de Lojas – Fonte: Apresentação Luciane Franciscone – Renner Day 2013



Figura 2.3 – Lojas em 2012 – Fonte: Relatório Anual de Sustentabilidade 2012

2.2 – Diretrizes Organizacionais

A fim de fazer um bom trabalho de análise, é importante conhecer as diretrizes organizacionais da empresa em questão. Com isso, teremos em mente a razão, objetivos e valores da organização.

No caso da Renner, sua missão/visão deixa claro o apego à “Filosofia do Encantamento”, que provavelmente seja o que de forma mais precisa define sua razão de ser, além da excelência e qualidade dos produtos e serviços. Os valores deixam transparecer o foco no cliente e no colaborador, a ética, inovação e transparência como fios condutores da gestão da empresa.

2.2.1 – Missão/Visão

O Grupo pretende ser a maior e melhor loja de departamentos das Américas para o segmento médio/alto dos consumidores com diferentes estilos, sempre com moda, qualidade, preços competitivos e excelência nos serviços prestados, encantando e inovando.

2.2.2 – Valores

Segundo as diretrizes da Organização:

- Encantar: É a nossa realização: nos colocamos no lugar de nossos clientes, fazendo por eles tudo aquilo que gostaríamos que fizessem por nós. Devemos entender seus desejos e necessidades, exceder suas expectativas e, assim, encantá-los. Não somos meros colaboradores, somos encantadores de clientes. Não temos SAC, pois cada um de nós é um SAC: surgiu um problema, resolva-o imediatamente.
- Nosso Jeito: Somos uma empresa alegre, inovadora, ética, austera, de portas abertas e onde a comunicação é fácil e transparente. Fazemos as coisas de forma simples e ágil, com muita energia e paixão. Nosso negócio é movido por persistência, criatividade, otimismo e muita proximidade com o mercado: temos que tirar o bumbum da cadeira.
- Gente: Contratamos, desenvolvemos e mantemos as melhores pessoas, que gostam de gente, que têm paixão pelo que fazem e brilho nos olhos. Trabalhamos em equipe, e nossas pessoas têm autoridade e responsabilidade para tomar decisões. Proporcionamos a mesma escada para que todos os colaboradores possam subir na velocidade dos seus talentos, esforços e resultados.
- Donos do Negócio: Pensamos e agimos como donos de nossas unidades de negócio, sendo recompensados como tais. Temos senso de urgência, atitude e agressividade na busca das melhores práticas, garimpando todas as oportunidades que aparecem no mercado. Tomamos decisões, correndo riscos com responsabilidade; aceitamos os erros que resultam em aprendizado, sem buscar culpados, mas causas que devam ser corrigidas.

Somos responsáveis pela perpetuação da Renner, principalmente através de atitudes e exemplos: o exemplo vale mais que mil palavras.

- Obstinação por Resultados Excepcionais: Somos responsáveis por gerar resultados e não apenas boas ideias. São eles que garantem nossos investimentos, dão retorno aos acionistas, proporcionam nossa remuneração e viabilizam nosso crescimento e continuidade a longo prazo.

- Qualidade: Desenvolvemos e implantamos padrões de excelência em tudo o que fazemos, já que tudo o que fazemos pode ser melhorado. Nossos produtos e serviços têm os mais altos níveis de qualidade: isso está em nosso DNA.

(Fonte: Website da Renner)

2.3 – Pioneirismo

A Lojas Renner S.A. é pioneira em alguns dos seguintes aspectos:

- Implantação do Encantômetro, em 1996, – painel na saída das lojas que monitora a qualidade do atendimento nas lojas, além de demonstrar a preocupação da empresa com a satisfação dos clientes;



Figura 2.4 – O Encantômetro – Fonte: mundodasmarcas.blogspot.com.br

. Primeira companhia a ter seu capital pulverizado com aproximadamente 100% das ações em circulação, em 2005;

2.4 – Composição Acionária

Abaixo, o quadro acionário da companhia, retirado do site de Relação com os investidores da Lojas Renner S.A.:

Posição Acionária dos Acionistas com mais de 5% de Ações da Companhia.

	Ações Ordinárias	(%)
Aberdeen Asset Management PLC	17.858.786	14,29%
BlackRock Inc.	8.999.153	7,20%
T. Rowe Price	6.872.800	5,50%
Outros	91.224.176	73,01%
Total	124.974.915	100,00%

Os membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal e os Diretores da Renner possuem diretamente um total de 417.068 ações ordinárias, conforme indicado na tabela a seguir.

	Quantidade de Ações	(%)
Conselho de Administração	68	0,00%
Diretoria	417.000	0,33%
Conselho Fiscal	0	0,00%
Total	417.068	0,33%
Free Float	124.557.847	99,67%
Total de Ações	124.974.915	100,00%

Data de referência 08/07/2013

Figura 2.5 – Composição Acionária – Fonte: Site Ri Lojas Renner S.A.

2.5 – Governança Corporativa

Desde 2006, a Lojas Renner S.A. aderiu ao Novo Mercado que se configura como o nível mais alto de práticas de governança corporativa da Bovespa. Para melhor esclarecimento, segue uma breve descrição a respeito do termo, presente no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de

umentar o valor da sociedade (empresa), facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade. (Fonte: IBGC – Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa)

Para isso, é necessário atender a alguns princípios fundamentais: Equidade (*fairness*), Transparência (*disclosure*), Prestação de Contas (*accountability*), Obediência e Cumprimento das Leis (*compliance*) e Responsabilidade Corporativa (*Sustentabilidade*).

Como equidade, entende-se o tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, do capital ou demais partes interessadas (*stakeholders*). Discriminação, em qualquer esfera e sob qualquer pretexto, é inaceitável.

O princípio do *disclosure* rege que as informações da empresa devem ser não só as de cunho obrigatório (legais), mas também uma série de dados abertos voluntariamente a fim de tornar público qualquer fato que influencie no processo decisório da empresa (fatos relevantes) e, com isso, garanta maior segurança para os minoritários. É mais do que a obrigação de informar, é o desejo de informar.

O mais importante no princípio da Transparência é que devem ser abordados tanto os aspectos positivos quanto os negativos, oferecendo uma correta e facilitada compreensão da empresa àqueles que são seus potenciais investidores ou demais *stakeholders*. Internet e outras tecnologias devem ser exploradas a fim de difundir tais informações.

Do *accountability* vem a obrigação de prestação de contas, de todos os agentes da governança corporativa, sobre sua atuação, respondendo integralmente pelos atos que praticarem no exercício de suas funções.

O *compliance* dita que a empresa deve, além dela própria seguir a lei, combater qualquer desvio, tanto de seus colaboradores quanto de suas partes relacionadas, combatendo, por exemplo, assédios sexual e moral, lavagem de dinheiro, corrupção ativa ou passiva em sua gestão e em todas as suas relações.

Por fim, a sustentabilidade, que é um dos conceitos mais em voga nos últimos tempos. Trata-se da noção de que a empresa deve ter uma função social, criando riqueza e oportunidades para suas partes interessadas, tanto força de

trabalho, quanto comunidade e entorno, além da preocupação, em suas atividades, em não prejudicar o legado para as gerações futuras.

Um leigo pode ter dificuldades para entender como todas estas práticas, muitas delas difíceis e custosas, podem gerar algum valor para a empresa e se perguntar qual é o verdadeiro porquê da adesão à governança corporativa. A verdade é que, quando estes preceitos são atendidos, os acionistas estão mais protegidos de práticas que os prejudicariam, tornando as incertezas do investimento significativamente menores. Como se sabe, a remuneração é função direta do risco e este está diretamente relacionado com as incertezas. Portanto, tanto o custo de capital próprio da empresa quanto seus custos de financiamento – credores também estão atentos às informações da empresa – caem sensivelmente, viabilizando mais projetos e aumentando o valor da empresa. É um negócio bom para todas as partes.

2.5.1 – Níveis de Governança Corporativa

A Bovespa instituiu, em dezembro de 2000, os segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Estes segmentos são destinados à negociação de valores mobiliários emitidos por companhias que são voluntariamente comprometidas em adotar práticas mais abrangentes de governança corporativa e transparência.

O Nível 1 garante maior transparência na divulgação de informações, contemplando basicamente regras de transparência e dispersão acionária. Entrando no nível seguinte, o 2, as empresas têm adicionadas as exigências de garantia de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários. Em resumo, no Nível 2, a empresa é obrigada a assumir todos os compromissos do nível seguinte, o Novo Mercado, diferenciando-se deste, apenas, por manter as ações preferenciais.



Figura 2.6 – Níveis de Governança Bovespa – Fonte: 2o Estudo Sobre as Melhores Práticas de Gov. Corp. no Brasil e nos EUA – 2007 – KPMG

Por ter suas ações negociadas no Novo Mercado, a Renner deve cumprir as seguintes regras:

- Capital social composto exclusivamente por ações ordinárias;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (25% do capital social da companhia);
- Adoção, nas ofertas públicas, de mecanismos que favoreçam a dispersão de capital;
- Melhorias nas informações prestadas a cada exercício social nas Demonstrações obrigatórias, prevendo a inclusão da divulgação das demonstrações financeiras trimestrais;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo 20% dos membros deverão ser independentes;
- Oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, caso haja fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Realização de pelo menos uma reunião pública com analistas e investidores ao ano;

- Elaboração de calendário anual, constando a programação dos eventos corporativos (assembleias, divulgação de resultados);
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação mensal das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Resolução de conflitos na Câmara de Arbitragem do Novo Mercado.

2.6 – Segmento Varejo no Brasil

Na década de 80, o processo inflacionário tratava de dificultar a expansão de empresas através de estratégias articuladas, já que o alto nível de incertezas trazia, para qualquer movimento, um risco muito acentuado. Por isso, eram poucas as organizações que estavam presentes em nível nacional, ficando o setor caracterizado por concorrências regionais.

Com o surgimento do Real, a estabilidade e o aumento do poder aquisitivo das famílias, houve um crescimento do consumo e, por conseguinte, nas vendas do varejo. A partir daí, o setor evoluiu até chegar ao panorama atual.

Agora, temos mais uma onda de crescimento da renda do brasileiro, por meio de programas governamentais e aumento do emprego, criando uma nova fatia de consumidores ávidos para comprar, impulsionados, ainda, pela queda nos juros e aumento do nível de crédito. Cenário ótimo para o Varejo.

O consumo avançou quase ininterruptamente até a presente data. O varejo ignorou a crise econômica graças a essas condições.

No primeiro semestre deste ano, enfrentamos um período de desaceleração da economia e, por consequência, do setor varejista, que teve seu ápice na série de manifestações que obrigou muitas redes a fecharem as portas. O resultado deve ser sentido neste período. No entanto já há projeções otimistas para o próximo semestre, razão pela qual se pode aferir que o crescimento será mantido no curto e médio prazos, já que o mercado encontra-se em pleno vigor e o governo parece sempre estar disposto a incrementar a fatia de brasileiros na

“nova Classe C”. A queda deste primeiro semestre pode, mesmo que com ressalvas, ser vista como pontual.

Além do avanço no consumo, o varejo brasileiro experimentou mudanças graças à entrada de players internacionais, que elevaram a competitividade e obrigaram o setor a modernizar suas práticas de controle, tecnologia e qualificação dos profissionais atuando no mercado, alcançando, ano após ano, uma maior eficiência operacional.

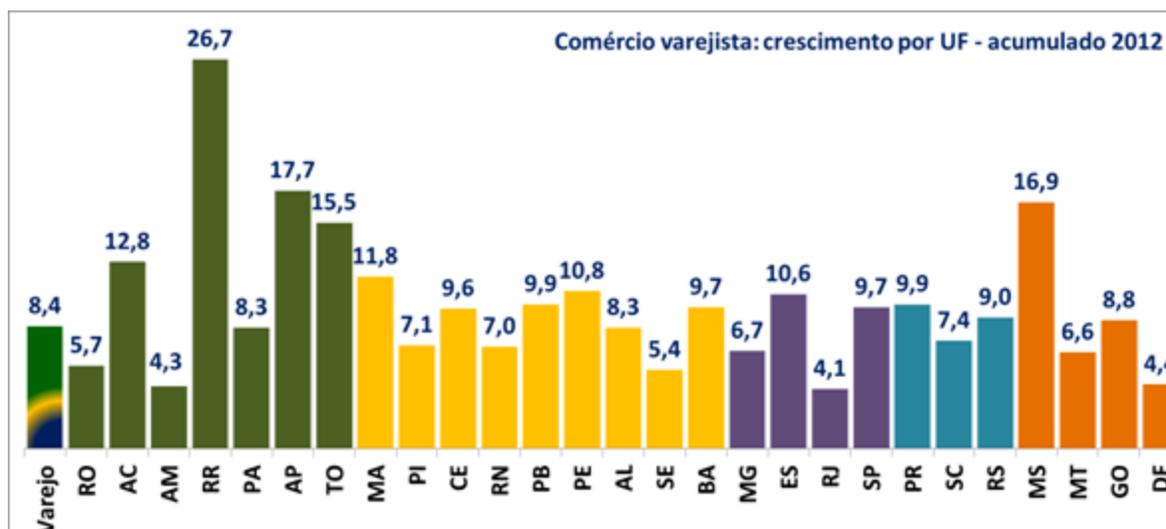


Figura 2.7 –Varejo por Região – Fonte: IBGE 2012

Outro detalhe importante que justifica a crença na manutenção da alta do segmento é que, além das vendas físicas, as grandes marcas do setor têm, cada vez mais, apostado nas vendas online, negócio sinérgico que vem experimentando alta com o aumento de confiança do consumidor nesta modalidade de compra. O varejo tradicional, das lojas físicas, ainda é o principal gerador de receitas do segmento. No entanto, a venda online já começa a chamar a atenção e a ocupar um significativo espaço nas contas das grandes empresas.

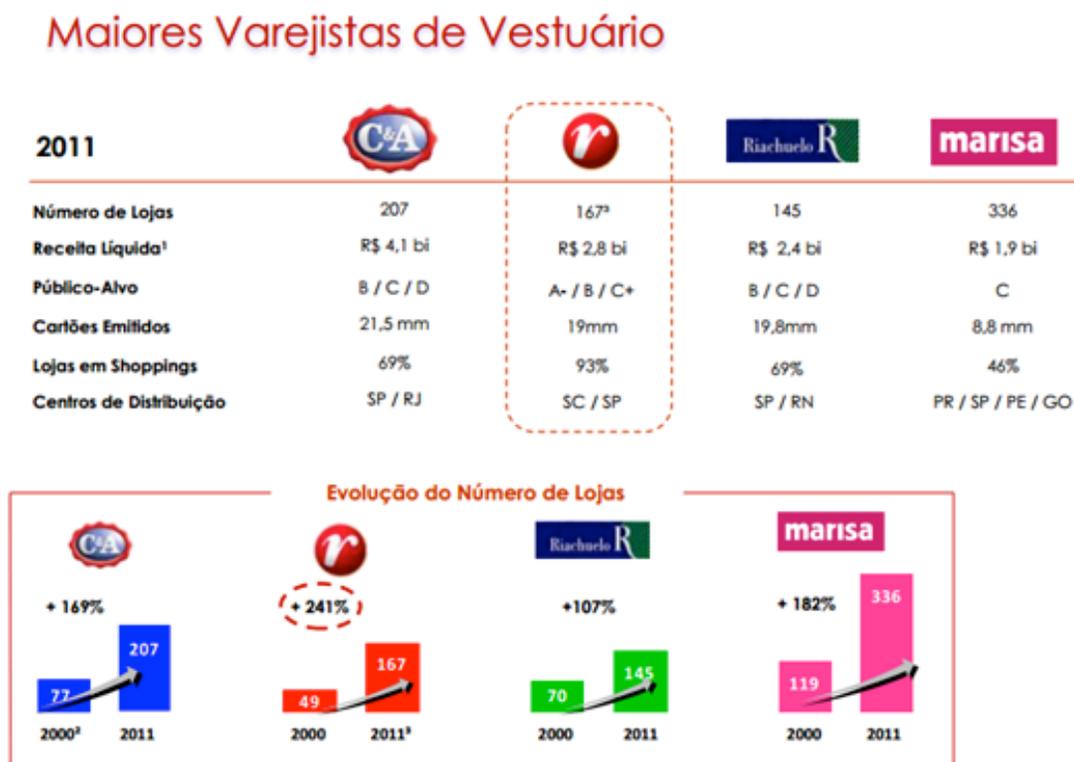
Há também previsões mais pessimistas. De acordo com estudos realizados no começo do ano pela Fecomercio/SP, apesar das condições macroeconômicas mais difíceis que as experimentadas no passado, talvez o setor ainda cresça 5% em relação a 2012. Um cenário não tão atrativo para quem vem crescendo a dois

dígitos nos últimos anos. É um sinal amarelo para a análise e, principalmente, para a decisão final de comprar ou não um papel da Lojas Renner S.A.

2.6.1 – Principais Concorrentes

Os investimentos atraídos foram massivos nos últimos anos, impulsionados pela alta do setor e perspectivas otimistas. O tamanho e a evolução das empresas de varejo brasileiras é explicitado na figura abaixo, ainda de 2011, da revista IstoÉ Dinheiro. Desde então, as redes continuaram suas expansões, como visto anteriormente no caso da Renner.

A maior varejista de roupas é a C&A, a terceira é a Riachuelo e a quarta, a Marisa. A Renner se encontra na segunda posição e essas são as suas principais concorrentes.



Fontes: Estimativas da Companhia, websites das Empresas, Revista IstoÉ Dinheiro
¹ Receita Líquida das Vendas de Mercadorias
² Estimado
³ Inclui as três lojas piloto Blue Steel

Figura 2.8 – Principais Concorrentes – Fonte: Revista IstoÉ Dinheiro

Capítulo 3 – Avaliação Relativa

A avaliação relativa tem como objetivo encontrar o valor dos ativos comparando-os com outros semelhantes. Para isso, é necessário padronizar os valores para, assim, podermos compará-los tendo as mesmas bases e chegar a resultados relevantes.

Trata-se de um método muito utilizado por ter sua aplicação facilitada, gerando um resultado relativamente rápido. Tanto que muitos costumam dizer que, comparada ao método de Fluxo de Caixa Descontado, a Avaliação Relativa exige menos pressupostos. No entanto, de acordo com Aswath Damodaran (2004, p.630), esta impressão é equivocada, já que “a diferença entre a avaliação de fluxo de caixa descontado e a avaliação relativa é que os pressupostos formulados são explícitos na primeira e permanecem implícitos na segunda.

Portanto, para uma boa avaliação relativa, é necessário que o analista conheça as variáveis que impactam cada múltiplo utilizado. Sem esta análise, podemos aferir que uma ação está sub ou supervalorizada em relação à outra ou ao seu setor, quando, na verdade, esta pode ter um crescimento esperado ou retorno sobre patrimônio líquido diferente das demais.

Um ponto importante a se destacar em relação a um problema de aplicabilidade deste método é que, já que este compara preços de ativos normalmente do mesmo setor, poderá haver uma bolha setorial. Neste caso, em que todos os ativos encontram-se superestimados, haverá severas distorções.

3.1 – Comparando Ativos do Setor

Para nossa análise, utilizaremos ativos de algumas empresas de comércio varejista listadas em bolsa, sendo elas: Riachuelo - Guararapes Confeções (GUAR3), Lojas Marisa (AMAR3), Lojas Americanas (LAME4) e Magazine Luiza (MGLU3). Salienta-se que os dados foram recolhidos no dia 15 de Julho de 2013.

Apesar de serem empresas que diferem no mix de produtos, estratégias corporativas e porte, pode-se considerá-las empresas do mesmo setor, já que apresentam operações da mesma natureza.

Os seguintes indicadores serão analisados:

- . P/L – Preço sobre Lucro Líquido dos últimos 12 meses;
- . P/EBIT – Preço sobre Ebit dos últimos 12 meses;
- . Dividend Yield;
- . Liquidez Corrente;
- . Margem Ebit
- . Margem Líquida

Múltiplos					
Dados	LREN3	GUAR3	AMAR3	LAME4	MGLU3
Preço/Lucro	22,65	14,25	17,60	36,42	29,82
Preço/Ebit	7,58	10,17	8,19	10,88	2,59
Dividend Yield	3,3%	1,5%	1,4%	0,7%	0,0%
Liq. Corrente	1,52	2,69	3,17	1,64	1,25
Margem Ebit	25,6%	13,4%	17,1%	11,9%	5,3%
Margem Líq.	8,6%	9,5%	8,0%	3,0%	0,5%

Figura 3.1 – Comparação dos Múltiplos

3.1.1 – Preço/Lucro

O indicador P/L é obtido pela divisão do preço de mercado da empresa pelo Lucro Líquido dos últimos doze meses. Quando o resultado do índice Preço/Lucro é igual a 5, isto significa que, mantidas as condições atuais, o capital investido retornaria em cinco anos. Portanto, teoricamente, quanto menor o índice, melhor para o investidor.

O setor de varejo brasileiro é alvo de um crescimento alto já há algum tempo. Por isso, é natural que o valor deste múltiplo seja um pouco mais elevado que o esperado.

Considerando a média do índice para o grupo pesquisado (24,12), a Lojas Renner S.A. encontra-se ligeiramente abaixo. Comparando com seus pares, infere-se que a ação seria um melhor investimento que a Lojas Americanas e o Magazine Luiza, mas um investimento menos atrativo que a Marisa e a Riachuelo.

Um viés que poderia ocorrer neste caso é o crescimento da Renner estar abaixo do esperado para o Magazine Luiza e as Lojas Americanas e acima da Riachuelo e Marisa, ou então, o risco da operação da Renner ser maior que o das empresas com índice P/L maior.

De qualquer forma, a Renner está, em geral, de acordo com seus concorrentes neste quesito.

3.1.2 – Preço/Ebit

O Ebit (*Earnings Before Interest and Taxes* – Lucro antes de Juros e Impostos) é algo que se aproxima do resultado operacional de uma empresa.

De acordo com a média das empresas pesquisadas (7,88), o indicador da Renner encontra-se ligeiramente abaixo do de suas concorrentes. Comparando caso a caso, a empresa apresenta o segundo menor indicador, perdendo apenas para o Magazine Luiza.

É importante salientar que ultimamente o Magazine Luiza vem apresentando alguns resultados financeiros negativos, o que pode ter levado o mercado a precificar suas ações abaixo da média diante da perspectiva pessimista gerada por estes últimos dados.

3.1.3 – Dividend Yield

Este índice representa os dividendos distribuídos no ano pela companhia sobre seu valor de mercado. Podemos dizer que é um índice de retorno sobre o investimento do acionista.

Sob esta ótica, é possível dizer que a Lojas Renner S.A. possui uma taxa mais atrativa que todos os pares estudados.

3.1.4 – Liquidez Corrente

Este indicador mostra a capacidade da empresa pagar suas obrigações de curto prazo e é obtido pela razão Ativo Circulante/Passivo Circulante. Um resultado superior a um denota que há boa capacidade de pagamento no curto prazo.

A Renner encontra-se abaixo da média das empresas pesquisadas (2,05).

Na avaliação entre os pares, a Renner possui o segundo “pior” índice de liquidez corrente. No entanto, como está acima de um, a situação da empresa é teoricamente confortável neste aspecto.

3.1.5 – Margem Ebit

Este valor é resultante da divisão do Ebit pela receita líquida da companhia, demonstrando a eficiência da gestão operacional da empresa.

Neste índice, a Renner supera todas as suas concorrentes, apresentando margem quase 11 pontos percentuais maior que a média das empresas pesquisadas (14,66%) e 8,5 pontos acima da segunda colocada.

3.1.6 – Margem Líquida

A Margem Líquida é obtida pela divisão do Lucro Líquido pela receita líquida da sociedade, evidencia o resultado líquido obtido pela empresa.

Considerando a média das empresas pesquisadas (5,92%) a Lojas Renner S.A. está acima por 2,68 pontos percentuais e ao comparar individualmente, a empresa só “perde” para a Riachuelo, mesmo assim, por apenas 0,9 ponto percentual.

Capítulo 4 – Avaliação por FCD

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é, junto com o método de Avaliação Relativa, o mais usado no processo de *valuation*. Ele tem como objetivo encontrar o valor justo da empresa, baseando-se nos fluxos de caixa potenciais da mesma.

É mais utilizado quando é necessário ter um alto grau de análise e detalhamento da situação da sociedade, enquanto a Avaliação Relativa é utilizada quando há muitas empresas comparáveis e o tempo é mais escasso para a tomada de decisão.

Muitos analistas também utilizam os dois métodos em conjunto para obter o “melhor dos dois mundos”, o detalhamento da situação da empresa analisada e sua situação comparada com companhias de características similares ou do mesmo setor.

A escolha de trabalhar com os dois métodos no caso do *valuation* da Lojas Renner S.A. se deu por esse motivo.

A avaliação por Fluxos de Caixa Descontados se baseará na capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa no futuro, estando relacionada a uma projeção das receitas, custos, investimentos e da estimativa de um custo de capital apropriado para descontar os fluxos de caixa. O método utilizado com maior frequência para esse fim é o do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC ou WACC).

Os fluxos de caixa estimados serão os Fluxos de Caixa Livres. Trata-se do dinheiro disponível na empresa, ao fim do período, para uma eventual distribuição aos agentes financiadores (capital próprio e de terceiros), considerando os investimentos necessários em capital e necessidades de capital de giro. É importante salientar que, para isso, também não se pode esquecer de adicionar ao fluxo as despesas que não têm efeitos reais no caixa – depreciação e amortização. O fluxo de caixa livre é obtido da seguinte forma:

Receitas líquidas de vendas

- Custo dos produtos vendidos / dos serviços prestados
- Despesas Operacionais

= Lucro antes de juros e impostos (EBIT)

- + Depreciação e Amortização

= Lucro antes de juros, impostos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (EBITDA)

- Impostos sobre o lucro
- +/- Variação no Capital de Giro
- Capex

= Fluxo de Caixa Livre

Até agora, pudemos discutir a Lojas Renner S.A. e seu mercado. Neste capítulo, tendo em mãos essas informações, poderemos partir para uma avaliação mais detalhada da empresa. Para isso, utilizaremos os dados constantes nos Demonstrativos Financeiros da Lojas Renner S.A. entre os anos de 2010 e 2012 para projetar os fluxos de caixa livres ao final dos próximos cinco períodos (2013-2017).

Para procedermos à análise da Lojas Renner S.A., serão comentadas as principais contas que compõem o Fluxo de Caixa Livre da empresa e as bases das projeções feitas para cada uma.

4.1 – *Valuation* da Lojas Renner S.A.

4.1.1 – Receita Operacional Líquida

Para estimar o crescimento da Receita Líquida no futuro, aferiu-se o crescimento da mesma durante os três períodos pesquisados. Com o resultado em mãos, fez-se uma média de crescimento e esta foi aplicada à receita operacional líquida de 2012 para obter a projeção do ano de 2013, e assim subsequentemente.

O Crescimento projetado obtido, através deste método, para os anos seguintes foi de 17,79%.

Receita Op. Líquida	2010	2011	2012	Crescimento Médio
	2.751.338	3.238.543	3.862.508	
ΔRec.Op.Líq.	16,40%	17,71%	19,27%	17,79%

Figura 4.1 – Evolução da ROL

4.1.2 – Custo de Produtos Vendidos

Para termos uma estimativa dos valores de Custo de Produtos Vendidos, obtivemos a razão da participação do CPV na Receita Operacional Líquida nos três períodos e aplicamos a média das participações nas Receitas Operacionais Líquidas dos períodos projetados.

Este método retornou uma participação média de 43,13% dos Custos de Produtos vendidos nas Receitas Operacionais Líquidas seguintes.

CPV	2010	2011	2012	%Rec.Op.Líq. Média
	1.209.459	1.396.129	1.634.246	
%Rec.Op.Líq.	43,96%	43,11%	42,31%	43,13%

Figura 4.2 – Evolução do CPV

4.1.3 – Despesas Operacionais

Esta conta é constituída da soma dos gastos da empresa com as atividades produtoras, exceto os já computados nos custos. Portanto, envolve as despesas com vendas, despesas administrativas, depreciação e amortização, por exemplo.

Para esta análise, deduziu-se a conta Depreciação e Amortização do valor final, uma vez que a mesma será tratada separadamente no decorrer do *valuation*.

Como ferramenta de estimação da evolução desta conta para o futuro, utilizamos a mesma metodologia do CPV, obtendo sua participação média na

Receita Operacional Líquida e aplicando-a aos valores projetados para os períodos subsequentes.

A participação média obtida com o estudo foi de 39,14%.

Desp. Op. (-dep.)	2010	2011	2012	%Rec.Op.Liq. Média
	1.055.955	1.272.144	1.536.063	
%Rec.Op.Liq.	38,38%	39,28%	39,77%	39,14%

Figura 4.3 – Evolução das Despesas Operacionais

4.1.4 – Depreciação e Imobilizado

Para estimar a depreciação, foi feita, primeiramente, uma análise da evolução do mesmo. No entanto, os dados retornados projetavam um crescimento fora do normal devido à aquisição da Camicado em 2011.

Tendo em vista não perder razoabilidade da análise, foi feita a opção de tomar os índices de crescimento da conta nos períodos entre 2008 e 2010 como base de cálculo para os períodos seguintes a 2012. Esta metodologia retornou um crescimento médio razoável de 13,83% face aos 33,95% dos três últimos períodos. O crescimento de 13,83% foi aplicado aos períodos seguintes, a fim de estimar a evolução do Imobilizado da firma.

A depreciação foi tomada como índice de participação do Imobilizado. A partir destes índices, foi tirada uma média e esta foi aplicada aos valores estimados para a conta Imobilizado para os períodos futuros.

A participação Depreciação/Imobilizado média aferida foi de 17,25%.

Depreciação	2010	2011	2012	D/I Média
	81.450	97.637	132.949	
Imobilizado	412.603	599.481	846.204	
Dep/Imob	19,74%	16,29%	15,71%	17,25%

Figura 4.4 – Evolução da Depreciação

4.1.5 – Projeção de Ebit

Para as projeções do Ebit, faremos uso dos valores encontrados entre 2013 e 2017 para Receita Líquida, Custos e Despesas Operacionais.

Todos os valores abaixo listados foram obtidos através das metodologias previamente explicadas

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Rec.Op.Líqu.	4.549.750	5.359.272	6.312.828	7.436.047	8.759.117
CPV	-1.962.144	-2.311.261	-2.722.496	-3.206.900	-3.777.492
Desp. Op.	-1.947.033	-2.286.871	-2.686.265	-3.155.685	-3.707.446
Ebit	640.574	761.139	904.067	1.073.463	1.274.179
MargemEbit	14,08%	14,20%	14,32%	14,44%	14,55%
ΔEbit	14,542%	18,821%	18,778%	18,737%	18,698%

Figura 4.5 – Projeção do Ebit

Pode-se observar uma evolução consistente do resultado operacional projetado da empresa para os períodos subsequentes.

4.1.6 – Capital de Giro

Para estimar a Variação de Capital de Giro, as contas que precisamos considerar são: Ativo Circulante, deduzido de Caixa e eventuais Aplicações Financeiras e Passivo Circulante, deduzido dos Empréstimos. A diferença destas duas contas é o Capital de Giro da empresa.

Para obter os valores de Capital de Giro Projetados, precisamos estimar os prazos médios de cada conta, adequados às naturezas de cada uma (R – Receita e C – CPV). Seguem os prazos médios:

Conta	Prazo Médio(dias)
Contas a Receber (R)	86,481
Estoques (C)	89,224
Impostos a Recuperar (R)	2,292
Despesas Pagas Antecipadamente (R)	0,113
Ob. Sociais e Trabalhistas (C)	19,655
Fornecedores (C)	97,613
Impostos a Pagar (C)	47,302
Outras Obrigações (C)	42,759
Provisões (C)	4,778

Figura 4.6 – Prazos Médios C.G.

Como input das contas com natureza nos custos, utilizamos o CPV projetado explicado anteriormente. Para as contas com natureza em receitas, utilizamos a Receita Operacional Bruta (ROB). De forma análoga à metodologia de cálculo da Receita Operacional Líquida, o crescimento da ROB nos períodos entre 2010 e 2012 foi calculado e a média destes crescimentos foi aplicada para estimar a Receita Operacional Bruta dos períodos subsequentes.

Receita Op.	2010	2011	2012	Crescimento
Bruta	3.584.013	4.199.105	4.999.995	Médio
ΔROB	1,261%	17,162%	19,073%	12,50%

Figura 4.7 – Evolução da ROB

De posse da Receita Operacional Bruta, Custos de Produtos vendidos e os prazos médios estimados, foi possível projetar cada uma das contas no horizonte de tempo desejado e, conseqüentemente, o Capital de Giro. Da diferença entre os períodos, pode-se calcular a Variação do Capital de Giro estimada.

	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
Cap. Giro	709.202	762.870	817.023	870.615	922.271
Var. CG	-49.454	53.668	54.153	53.592	51.656

Figura 4.8 – Variação de Capital de Giro

4.1.7 – investimentos em Capital

O Capex foi estimado utilizando bases anuais, por meio da soma do Imobilizado com a Depreciação (em valores absolutos), subtraída do Imobilizado do período anterior.

Calculou-se um índice entre os valores obtidos e a depreciação. De posse da média dos índices Capex/Depreciação (2,48), foi possível estimar o Capex para os períodos seguintes.

4.1.8 – Custo de Capital de Terceiros

O Custo do Capital de Terceiros é calculado a partir da média ponderada das taxas das dívidas da empresa, usando como fator de ponderação a participação de cada uma delas na dívida total da companhia.

Como a Lojas Renner S.A. tem dívidas que usam o IPCA e o CDI como base de cálculo, tomou-se como premissas a média dos índices nos últimos cinco anos: 5,69% a.a. para o IPCA e 10,4% a.a. para o CDI.

Passivo Circulante	Valor	Taxa(a.a.)
Financiamento B. do Nordeste	12.138	10%
Emp. – CG – Conta Garantida	77	111% do CDI
Financiamento Importações	79.714	2,46%
Total	91.929	3,46%

Figura 4.9 – Dívidas de Curto Prazo

Passivo Não Circulante	Valor	Taxas(a.a.)
Financiamento B. do Nordeste	12.138	10%
Debentures – S1 – 4ª Emissão	215.100	CDI+1,1%
Debentures – S2 – 4ª Emissão	84.900	IPCA+7,8%
Debentures – S1 – 5ª Emissão	220.000	CDI+0,97%
Debentures – S2 – 5ª Emissão	80.000	IPCA+5,7%
Total	612.138	10,15%

Figura 4.10 – Dívidas de Longo Prazo

Custo da Dívida(Rb)	Valor	Taxa
Parcela Circulante	91.929	3,46%
Parcela Não Circulante	612.138	10,15%
Total	704.067	9,28%

Figura 4.11 – Custo do Cap. de Terceiros

4.1.9 – Custo do Capital Próprio (Rs)

Para o custo de capital próprio, utilizamos o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), dados fornecidos no *website* de Aswath Damodaran (Risk Premium) e uma estimativa do Beta da Lojas Renner S.A. como parâmetros do modelo.

Abaixo, segue a equação do modelo CAPM.

$$r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Sendo:

r – retorno esperado

r_f – retorno da taxa Livre de risco

β – índice utilizado para a medição do risco não diversificável, medindo o risco de uma ação em relação a uma carteira de mercado.

r_m – taxa média de retorno do mercado.

4.1.9.1 – Estimando o beta (β)

Para chegar a um valor plausível ao Beta da Lojas Renner S.A., foram comparados os retornos da carteira teórica do Ibovespa e do título Lren3 durante o período de 01/01/2011 e 31/12/2012. Através da fórmula abaixo (Ross, 2010, p. 229), foi obtido o Beta de 1,0563.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Sendo:

β_i – Beta do título i

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ – Covariância entre os retornos do ativo i e a carteira de mercado.

$\sigma^2(R_m)$ – Variância do mercado

4.1.9.2 – Prêmio por Risco (rm-rf)

Baseado no Rating Baa2, em seu website, Damodaran coloca um prêmio por risco de 8,41% para o mercado Brasileiro.

4.1.9.3 – Taxa Livre de Risco (rf)

Como ativo livre de risco, utilizaremos a taxa de 5,78%, proveniente do mesmo modelo, disponível no website de Aswath Damodaran.

4.1.9.4 – Custo de Capital Próprio

Aplicando os valores citados na fórmula do CAPM, obtivemos um Custo de Capital Próprio (Rs) de 14,66%.

4.1.10 – Custo Médio Ponderado de Capital

De posse do custo da dívida e do custo de capital próprio, é possível calcular o custo de capital ponderado da empresa, utilizando os pesos de cada parcela de capital e suas respectivas taxas de remuneração como se mostra adiante.

$$CMCP = \frac{B}{(B+S)} \times r_b \times (1 - T_c) + \frac{S}{(B+S)} \times r_s$$

Sendo:

$CMCP$ – Custo Médio de Capital Ponderado

$\frac{B}{(B+S)}$ – Parcela de Capital de Terceiros na estrutura de capital

r_b – Custo de Capital de Terceiros

T_c – Alíquota de Imposto

$\frac{S}{(B+S)}$ – Parcela de Capital Próprio na estrutura de capital

r_s – Custo de Capital Próprio

Com as informações financeiras de 2012 da Lojas Renner S.A. e a cotação da ação da empresa no dia 15 de julho de 2013, foi possível calcular as parcelas de Capital de Terceiros (32,09%) e Capital Próprio (67,91%). Adotando 34% como a alíquota do Imposto de Renda, o CMCP obtido foi de 11,92%.

4.1.11 – Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Após os cálculos citados anteriormente, o seguinte fluxo de caixa foi estimado:

Em R\$ Mil	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT	640.574	761.139	904.067	1.073.463	1.274.179
Impostos	-217.795	-258.787	-307.383	-364.977	-433.221
Dep.Amort.	166.115	189.081	215.222	244.978	278.847
Var.Cap.Giro	-49.454	53.668	54.153	53.592	51.656
Capex	-412.265	-469.263	-534.141	-607.988	-692.045
FCFF	127.175	275.838	331.919	399.067	479.416

Figura 4.12 – Projeção dos Fluxos de Caixa

4.1.12 – Valor da Perpetuidade

Para estimarmos o valor da perpetuidade, consideramos o fluxo projetado para 2017, acrescido do valor absoluto do Capex, totalizando um fluxo de valor 1.171.462.000.

Para obter o valor da perpetuidade, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$\frac{(FCFF_{2017} + CAPEX_{2017})}{WACC - g}$$

Sendo:

g – Taxa de crescimento na perpetuidade

Efetuados os cálculos com os dados disponíveis e um crescimento estimado na perpetuidade de 4%, foi obtido o valor de R\$ 14.783.589.146,38. Este valor foi acrescido ao FCFF de 2017 para que pudéssemos calcular o valor justo da empresa.

4.1.13 – Valor Justo

Descontados todos os fluxos, obtivemos um valor presente líquido de R\$9.514.915.786,80. A este valor foi adicionado o valor da posição de caixa da empresa e subtraído o valor total de sua dívida.

Após isto, dividimos o valor retornado pelo número de ações para obtermos o preço por ação, como consta abaixo:

Valor Econômico (FCD)	R\$ 9.514.915.786,80
Caixa e Ap. Financeiras	R\$ 683.270.000,00
Dívida	R\$ -704.067.000,00
Valor Justo da Empresa	R\$9.494.118.786,80
Nº de Ações	124.170.065,00
Valor/Ação	R\$76,46

Figura 4.13 – Valor da Empresa

4.1.14 – Upside Estimado

Considerando as premissas e metodologias de cálculo citadas, a cotação atual da ação (15 de Julho de 2014) é considerada atrativa, como visto no quadro abaixo, devido ao bom potencial de valorização.

Valor/Ação	R\$ 76,46
Cotação Atual	R\$ 61,85
Upside	19,11%

Figura 4.14 – Upside

Conclusão

Considerando a Análise Relativa, podemos concluir que a Lojas Renner possui bons indicadores quando comparada aos seus pares, com resultados melhores que a média em quase todos os índices, exceto Liquidez Corrente – no qual apresentou uma posição confortável, apesar de abaixo da média – e estando em primeiro lugar na Margem Ebit, chegando muito perto do topo na Margem

Líquida. Portanto, ao utilizarmos a Análise por Múltiplos de forma isolada, podemos concluir que a Lojas Renner S.A. é um bom investimento.

A análise por Fluxo de Caixa Descontado retornou um resultado animador, indicando que as ações da Renner seriam um ótimo investimento.

No entanto, é necessário pontuar que as projeções de crescimento da empresa foram feitas embasadas em dados históricos da mesma. Por isso, vale voltar à análise do ambiente macroeconômico e do segmento varejo, a fim de combater distorções na avaliação.

O segmento varejo teve uma queda em seu crescimento neste ano, após inúmeros resultados positivos, que deverá ser percebida nos demonstrativos de 2013. Esta queda já é sentida nas cotações da empresa – que flutuavam aproximando-se da faixa entre os R\$ 75,00 e R\$ 78,00 nos meses de Dezembro de 2012 e Janeiro de 2013, chegando a picos de mais de R\$ 80,00 em março de 2013. Os títulos, hoje, são vendidos aos R\$ 61,85 citados anteriormente.

Com o intuito de obter uma maior variedade de dados, procederemos a uma breve análise de sensibilidade do crescimento dos Fluxos da empresa e do crescimento do Ebit da mesma. Com isso, espera-se obter informações de melhor qualidade para a decisão.

Para a estimativa de crescimento na perpetuidade, consideramos que o segmento já vem crescendo substancialmente nos últimos tempos, atingindo um ponto de maior maturidade depois de cinco anos, tendo uma queda em sua evolução. Por isso os 4%. No entanto, esta estimativa pode parecer conservadora para quem vem crescendo mais de dois dígitos há anos e também ser considerada otimista para quem tende mais a acreditar que a provável queda no crescimento dos resultados do varejo em 2013 veio para ficar. Por isso, segue a tabela de *upsides* potenciais com diferentes estimativas de crescimento na perpetuidade.

Crescimento na Perpetuidade	Upside
6%	37,74%
5%	28,29%
4%	19,11%
3%	10,19%
2%	1,51%
1%	-6,92%
0%	-15,13%

Figura 5.1 – Sensibilidade – Perpetuidade

Como observamos, o investimento, tendo em vista a manutenção do crescimento dos resultados por cinco anos e eventual queda após este período, só se inviabilizaria se o crescimento na perpetuidade fosse menor que 2% ao ano. Não é uma hipótese a se descartar, porém também não é muito alarmante.

Procede-se, agora, para a análise de sensibilidade mais crítica: o crescimento do Ebit aferido é da ordem de aproximadamente 14,5% para 2013 e 18,5 para os períodos seguintes.

Trata-se de um crescimento compatível com previsões de queda em 2013, mas de recuperação do fôlego nos próximos períodos, retomando o crescimento dos últimos anos.

No entanto, há análises, como a da Fecomercio, que dão conta de um crescimento de 5% em 2013. A concretização dessas previsões tornaria nossa análise totalmente discrepante e eventuais perdas seriam altas.

Por isso, alteraremos parâmetros de crescimento do EBIT em 2013 e nos quatro anos seguintes para utilizarmos três cenários: um pessimista, dando conta de uma queda do crescimento para 5% em 2013 e crescimentos de 8% nos quatro anos subsequentes, um médio – crescimento de 10% em 2013 e 14% nos quatro anos seguintes e, como cenário otimista, o retorno da análise por FCD feita anteriormente.

Segue tabela com os resultados:

Cenário	Upside
Pessimista	-14,29%
Médio	5,50%
Otimista	19,11%

Figura 5.2 – Sensibilidade – Ebit

Como já argumentado, por seu atual preço refletir a expectativa gerada pelos altos crescimentos do passado, investir na Lojas Renner S.A. pode gerar perdas no caso deste crescimento não continuar se concretizando no futuro.

Todavia, um argumento positivo para o investimento é a recorrente diminuição dos juros no país, que podem aumentar a procura por ações, principalmente no segmento varejo, pois estas reagem rapidamente a aumentos no crédito e, conseqüentemente, no consumo.

Vale lembrar, também, que a empresa continua investindo pesadamente na direção de abrir novas lojas, o que aumenta a capacidade de geração de fluxo de caixa no futuro, indo na contramão da redução projetada, mas também aumenta o risco do investimento.

Mais uma vez, cabe salientar que são inúmeras as premissas e argumentos para justificar o investimento ou não em qualquer ação. Toda avaliação, mesmo que alinhada com padrões e normas técnicas, é carregada tanto de subjetividade, quanto de expectativas do avaliador, cabendo ao leitor realizar uma “análise da análise” e alinhar a mesma às suas subjetividade e expectativas.

Dito isso, o parecer desta análise é de que a compra de ações da Lojas Renner S.A. é recomendada para o investidor disposto a assumir algum risco, podendo representar bons ganhos no futuro.

Bibliografia:

Damodaran, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996

Damodaran, Aswath. *Finanças Corporativas: Teoria e Prática*. São Paulo: Bookman, 2004

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey. *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2010

Página da internet do RI das Lojas Renner S/A. Disponível em:
http://www.mzweb.com.br/renner/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28.

Página da internet da Bovespa. Disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br>.

Página da internet da Delloite. Disponível em:
<http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Brazil>. Acesso em julho de 2013.

Página da internet da KPMG. Disponível em:
<http://www.kpmg.com>. Acesso em julho de 2013.

Página da Internet do professor Aswath Damodaran. Disponível em:
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em julho de 2013.

Página da internet do Instituto Bras. de Governança Corporativa. Disponível em:
<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>. Acesso em Julho de 2013.