



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Avaliação de Empresas: estudo de caso da
Lojas Renner**

NATALIA DOS SANTOS CHAGAS

DRE: 107 316 063

Rio de Janeiro

2011

Natalia dos Santos Chagas

Avaliação de Empresas: estudo de caso da Lojas Renner

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Administração de Empresas.

Orientador: Marco Antonio Cunha de Oliveira

Rio de Janeiro

2011

À minha avó, Maria José, com quem aprendi o significado da palavra amor.

Agradecimentos

Ficam os agradecimentos a minha família, aos meus amigos e ao meu namorado por todo o apoio que me deram e por estarem ao meu lado em todos os momentos. Agradeço também ao professor Marco Antonio por me orientar na elaboração do presente trabalho e a todo o corpo docente da Universidade Federal do Rio de Janeiro. E agradeço especialmente a minha avó por todo o carinho e amor dedicado a mim durante a vida.

Resumo

A avaliação de empresas tem um papel fundamental em Finanças dada a relevância que o valor tem nas organizações, seja pela sua aplicação em casos de fusões, aquisições, acompanhamento de *performance* dos gestores, avaliação de investimentos, dentre outros motivos. Um dos setores de destaque da economia brasileira é o setor do comércio, dentro deste setor pode-se destacar a Lojas Renner que atua no mercado varejista de vestuário e acessórios. A empresa vem apresentando um bom crescimento econômico nos últimos anos e é tema deste trabalho. A pesquisa apresentada no trabalho busca encontrar um valor justo para as ações da empresa, para isso o estudo apresenta os principais métodos de avaliação de empresas, as características da mesma e as peculiaridades do setor. Para se chegar a um preço justo da ação foi utilizado o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), os resultados apontam um preço de R\$ 59,12 por ação da Lojas Renner para dezembro de 2010.

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

Lista de Equações

Equação 1: Fluxo de Caixa Descontado.....	16
Equação 2: Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas.....	17
Equação 3: Fluxo de Caixa Livre para a Firma.....	18
Equação 4: Custo do Capital Próprio.....	19
Equação 5: Coeficiente Beta.....	20
Equação 6: Custo Médio Ponderado de Capital.....	21
Equação 7: Regressão Linear Receita/PIB.....	46
Equação 8: Custo do Capital Próprio no Brasil.....	50
Equação 9: Paridade das Taxas de Juros.....	53

Lista de Ilustrações

Figura 1: Mercado Consumidor da Lojas Renner.....	31
Figura 2: Evolução do Número de Lojas e da Receita Líquida de Vendas.....	32
Figura 3: Participação de Mercado dos Maiores Varejistas no Mercado Formal....	33
Figura 4: Evolução do Número de Lojas dos Maiores Varejistas de Vestuário.....	33
Figura 5: Crescimento da Economia Brasileira.....	37
Figura 6: Evolução do Índice Nacional de Confiança.....	38
Figura 7: Evolução da Taxa de Desemprego no Brasil.....	39
Figura 8: Evolução da Renda Bruta e do Consumo das Famílias.....	40
Figura 9: Evolução da Taxa de Juros no Brasil.....	41
Figura 10: Evolução da Inflação no Brasil.....	42
Figura 11: Evolução do Crédito para Pessoa Física como Percentual do PIB.....	43

Lista de Tabelas

Tabela 1: Dados Financeiros da Lojas Renner.....	45
Tabela 2: Projeção de Crescimento da Receita.....	46
Tabela 3: Evolução do CPV/Receita.....	47
Tabela 4: Evolução das Despesas com vendas/Receita.....	47
Tabela 5: Evolução das Despesas Administrativas/Receita.....	48
Tabela 6: Evolução das Outras despesas/Receita.....	48
Tabela 7: Evolução da Depreciação/Receita.....	49
Tabela 8: Evolução do Investimento capex/Receita.....	49
Tabela 9: Evolução do Investimento em Capital de Giro/Receita.....	49
Tabela 10: IPCA e CPI.....	53
Tabela 11: Cálculo do FCFF.....	56

Sumário

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 Definição de valor.....	12
2.2 Avaliação de Empresas.....	12
2.3 Métodos de Avaliação de Empresas.....	13
2.3.1 Avaliação por múltiplos.....	13
a. Índice Preço/Lucro.....	14
b. Índice Preço/Valor Contábil.....	15
c. Índice Preço/Vendas.....	15
2.3.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.....	16
a. Fluxos de caixa.....	17
b. Taxa de desconto.....	18
b.1 Custo do Capital Próprio.....	18
b.2 Custo Médio Ponderado de Capital.....	20
c. Perpetuidade.....	21
d. Taxa de crescimento.....	22
2.3.3 Avaliação pela Teoria de Opções Reais.....	23
3. METODOLOGIA.....	25
3.1 Escolha do método a ser utilizado.....	25
3.2 Descrição das variáveis de pesquisa.....	25
3.2.1 Fluxos de caixa descontados.....	25
3.2.2 Taxa de desconto.....	26
3.2.3 Relatórios financeiros.....	27
3.2.4 Premissas macroeconômicas.....	27
3.3 Delineamento da pesquisa.....	27
3.4 Período de realização da pesquisa.....	28
4. AVALIAÇÃO DA LOJAS RENNER.....	29
4.1 Empresa.....	29
4.1.1 Missão e valores.....	30
4.1.2 Produtos.....	30
4.1.3 Mercado consumidor.....	31
4.1.4 Evolução do desempenho.....	32
4.1.5 Concorrência.....	32
4.2 Setor varejista.....	33
4.2.1 Características do setor varejista no Brasil.....	34
4.2.2 Ciclo de vida do varejo.....	36
4.2.3 Varejo e economia.....	36
a. Crescimento da economia.....	37
b. Emprego.....	39
c. Renda.....	40
d. Taxa de juros.....	40

e. Inflação.....	42
f. Crédito.....	43
4.2.4 Tendências do varejo.....	44
4.3 Avaliação da empresa.....	44
4.3.1 Fluxo de caixa.....	45
a. Receita Líquida da Lojas Renner.....	45
b. Custos dos produtos vendidos.....	47
c. Despesas com vendas.....	47
d. Despesas administrativas.....	48
e. Outras despesas operacionais.....	48
f. Depreciação.....	48
g. Investimento capex.....	49
h. Investimento em capital de giro.....	49
4.3.2 Custo do capital próprio.....	50
a. Taxa livre de risco.....	50
b. Prêmio de risco.....	51
c. Risco Brasil.....	51
d. Estrutura de capital.....	51
e. Imposto de renda.....	52
f. Coeficiente Beta.....	52
g. Aplicação do modelo CAPM.....	52
4.3.3 Custo médio ponderado de capital.....	54
a. Custo do capital de terceiros.....	54
b. Estrutura de capital.....	54
c. Aplicação do modelo WACC.....	54
4.3.4 Perpetuidade.....	55
4.4 Resultados.....	55
5. CONCLUSÃO.....	57
6. REFERÊNCIAS.....	58
ANEXOS.....	59
Anexo I: Regressão PIB/Receita.....	60
Anexo II: Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma.....	61

1. INTRODUÇÃO

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

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

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), a capacidade de gerar valor é parte essencial do desenvolvimento de estratégias corporativas e empresariais sólidas. A Avaliação de Empresas fornece informações que facilitam e melhoram o processo de tomada de decisões das organizações.

Assim, levando-se em conta que o objetivo das organizações é maximizar a riqueza dos acionistas, os gestores que se concentram na geração de valor constroem empresas mais saudáveis e bem sucedidas.

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

A avaliação também depende dos objetivos e das partes avaliadoras, já que os riscos implícitos não são os mesmos para as possíveis partes. Por exemplo,

numa determinada negociação compradores e vendedores possuem objetivos e riscos diferentes.

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

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

A teoria necessária ao desenvolvimento deste trabalho é apresentada no capítulo 2. O Referencial Teórico retoma a definição de valor, a definição de Avaliação de Empresas e apresenta os principais métodos de avaliação utilizados.

No capítulo seguinte será apresentada a metodologia e outras características do estudo. Já no capítulo 4, são apresentados aspectos referentes à Lojas Renner e ao mercado varejista no Brasil, setor onde a empresa se encontra. Além de se desenvolver a avaliação da empresa.

Os resultados obtidos também são mostrados no capítulo 4 e, por fim, o quinto capítulo mostra a conclusão do estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Definição de valor

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

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

2.2 Avaliação de Empresas

Avaliação de Empresas é a maneira pela qual se busca estimar o valor de mercado de uma empresa. Segundo Assaf Neto (2008), a avaliação de empresas não é fundamentada como uma ciência exata, por não possibilitar comprovação absoluta dos resultados. Os fatores utilizados na mensuração buscam retratar a realidade dentro de expectativas.

De acordo com Damodaran (1997), a avaliação chega a valores obtidos através de modelos quantitativos sob o efeito de tendências inseridas no processo. Assim, apesar dos modelos de avaliação utilizarem dados quantitativos, a avaliação

não será objetiva. O ideal é que estas tendências subjetivas sejam minimizadas, para que não se tenha uma pré-concepção da organização antes de avaliá-la.

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

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

2.3 Métodos de Avaliação de Empresas

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

2.3.1 Avaliação por múltiplos

Segundo Damodaran (1997), a análise por múltiplos é uma forma de análise relativa, onde o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis,

padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas.

Ao se utilizar este método de avaliação não se está observando o que determina o valor da empresa, apenas se observa a comparação dos múltiplos da empresa com o mercado ou setor específico. O principal ponto desta abordagem é a definição de uma empresa comparável à empresa que está sendo analisada.

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

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

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

a. Índice Preço/Lucro

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

Os índices PL não tem significado quando os lucros por ação forem negativos e a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice varie significativamente de

um período para outro, por isso, em alguns casos o uso do PL pode ser problemático.

b. Índice Preço/Valor Contábil

Para Damodaran (1997), a grande vantagem na utilização deste método é que quando há desconfiança por parte do investidor quanto às projeções do fluxo de caixa de uma empresa, os múltiplos de Valor Contábil, ou Valor Patrimonial, fornecem um bom referencial de comparação, mesmo para empresas que possuem lucros negativos.

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

c. Índice Preço/Vendas

Por não ser facilmente afetado pela sazonalidade, o índice Preço/Vendas é considerado confiável para a avaliação entre diferentes períodos.

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

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

2.3.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

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

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

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

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

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

Onde:

V_0 é o valor presente da empresa;

FC_t é o fluxo de caixa projetado no período t ;

k é a taxa de desconto utilizada;

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

g é a taxa de crescimento do fluxo de caixa.

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

a. Fluxos de caixa

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

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

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

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

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

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

$$FCFE = LL + \Delta B + \text{Depreciação} - \text{Inv Total} \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

LL é o Lucro Líquido;

ΔB é a variação da dívida;

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

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

$$FCFF = LAJIR (1-IR) + Depreciação - Inv Total \quad (\text{Equação 3})$$

Onde:

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

IR é a alíquota de imposto de renda;

Inv Total representa o investimento total (Inv Capex + Inv Cap Giro).

b. Taxa de desconto

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

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

b.1 Custo do Capital Próprio (CAPM)

O CAPM foi desenvolvido por SHARPE (1964), inspirado pelos trabalhos de MARKOWITZ (1952) sobre o critério da média-variância. O modelo estipula que a

taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco é linearmente ligada à taxa livre de risco e à taxa de retorno esperada da carteira do mercado.

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

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

Assim, temos a seguinte equação:

$$\bar{R}_i = R_f + \beta (\bar{R}_m - R_f) \quad (\text{Equação 4})$$

Onde:

R_i é o custo do capital próprio;

R_f é a taxa livre de risco;

β representa o coeficiente de volatilidade;

R_m é o retorno médio do mercado.

O Beta de um ativo mede a tendência de variação do mesmo em relação ao mercado, dessa forma, um Beta igual a 1 indica que o ativo tende a oscilar da mesma maneira que o mercado. Segundo Damodaran (1997), o Beta de um ativo é influenciado pelas seguintes variáveis:

- Tipo de negócio: quanto maior a sensibilidade do negócio às condições de mercado, maior será o Beta.

- Alavancagem operacional: empresas com alto grau de alavancagem apresentam maiores variabilidades nos lucros, resultando em retornos com maior risco.

- Alavancagem Financeira: quando maior o endividamento da empresa maior o risco do negócio.

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

$$\beta_L = \beta_u [1 + (B/S) (1 - IR)] \quad (\text{Equação 5})$$

Onde:

β_L representa o Beta alavancado;

β_u representa o Beta desalavancado;

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

b.2 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

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

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002), o WACC deve ser consistente com a forma como o fluxo de caixa é projetado. Os seguintes princípios devem ser seguidos:

- Ser definida em termos nominais ou em termos reais, seguindo a maneira como o fluxo de caixa foi construído;

- Empregar valores de mercado para cada elemento financeiro quando da definição do percentual de dívida na estrutura de capital;
- Ser sujeita as mudanças ao longo do período de projeção devido a mudanças nas expectativas de inflação, risco sistemático ou estrutura de capital.

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

$$WACC = \frac{B}{(B+S)} \times K_b (1-IR) + \frac{S}{(B+S)} K_s \quad (\text{Equação 6})$$

Onde:

B é o valor de mercado do capital de terceiros;

S é o valor de mercado do capital próprio;

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

K_b representa o custo do capital de terceiros;

K_s representa o custo do capital próprio;

IR é a alíquota do imposto de renda.

c. Perpetuidade

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

Assim, ao se chegar a determinado ponto na projeção de fluxos, mais especificamente quando a empresa alcança a estabilidade, admite-se que a empresa terá um crescimento contínuo. Damodaran (1997) destaca as seguintes formas de crescimento das organizações:

- Crescimento nulo: é o modelo no qual os fluxos se mantêm constantes infinitamente. Não é um modelo muito aplicado já que o conceito de FCD está baseado na geração futura de valor;

- Crescimento constante ou Modelo de Gordon: é o modelo no qual os fluxos crescem a uma taxa constante. O autor sugere o seu uso em empresas que já atingiram significativa estabilidade e não pretendem ampliar o negócio. Ressalta-se que neste modelo a taxa de crescimento dos fluxos não pode ser maior que a taxa estimada de crescimento da economia.

- Modelo de dois períodos de crescimento: segundo o modelo há dois períodos de crescimento dos fluxos da empresa. No primeiro é adotado um crescimento não nulo, e no segundo adota-se um crescimento nulo ou não. O modelo é indicado para empresas que ainda não se consolidaram no mercado e apresentam expectativas de alto crescimento num momento e depois a consolidação.

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

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

d. Taxa de crescimento

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

Assim, a taxa pode ser estimada através da média das taxas passadas:

- Média aritmética: é a média simples das taxas de crescimento passadas, é calculada através da divisão das taxas de crescimento anuais pelo número de períodos analisados;

- Média geométrica: é uma média mais precisa do crescimento. Esta média é calculada multiplicando-se todos os valores e extraindo a raiz de índice n deste produto, onde n representa o número de períodos analisados.

Além das taxas passadas, o crescimento também é influenciado por outros fatores:

- Variância das taxas de crescimento: a utilidade das taxas de crescimento passadas na previsão da taxa futura é inversamente proporcional à variância dessas taxas;

- Porte da empresa: as taxas de crescimento passadas para empresas que cresceram significativamente em porte e lucros podem ser difíceis de sustentar no futuro;

- Mudança nas bases: a taxa de crescimento observada é resultado da gestão desta empresa. Se a empresa realiza alguma mudança que afete sua gestão e processo de tomada de decisões, as taxas passadas deixam de ser confiáveis para o cálculo da taxa de crescimento futura.

2.3.3 Avaliação pela Teoria de Opções Reais

O modelo de opções reais tem como base de avaliação os mesmos modelos de precificação de opções desenvolvidos para o mercado financeiro. Este método

incorpora a flexibilidade que o gestor tem de adiar um investimento, expandir ou mudar de estratégia.

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

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

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

3. METODOLOGIA

3.1 Escolha do método a ser utilizado

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

O método escolhido para a avaliação da Lojas Renner a ser realizada neste trabalho foi o Fluxo de Caixa Descontado, já que tem sido a principal ferramenta de avaliação utilizada por grande parte dos analistas de mercado para análise de investimentos e considerado o mais tecnicamente adequado ao tipo de empresa estudada.

3.2 Descrição das variáveis de pesquisa

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

3.2.1 Fluxo de caixa descontado

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

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

3.2.2 Taxa de desconto

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

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

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

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

Este cálculo do CAPM resultará em uma taxa em dólar, antes de utilizar esta taxa no WACC se faz necessário trazê-la para reais através da paridade entre o mercado norte americano e o mercado brasileiro.

3.2.3 Relatórios financeiros

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

Foram coletados relatórios financeiros dos último 5 anos, de 2006 a 2010.

3.2.4 Premissas macroeconômicas

As premissas macroeconômicas indicam a situação da economia como um todo e os fatores que a influenciam. Como o setor varejista é um dos mais sensíveis às mudanças na economia, algumas variáveis devem ser consideradas no momento da avaliação.

As variáveis utilizadas foram: crescimento da economia, emprego, renda, taxa de juros, inflação e crédito. Os dados apresentados foram coletados do site do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, do site do Banco Central e do site da própria Lojas Renner.

3.3 Delineamento da pesquisa

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

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

3.4 Período de realização da pesquisa

A pesquisa foi realizada no período de Março a Junho de 2011.

4. AVALIAÇÃO DA LOJAS RENNER

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

4.1 Empresa

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

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

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

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

4.1.1 Missão e valores

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

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

4.1.2 Produtos

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

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

Além disso, a empresa possui alguns produtos financeiros. O de maior destaque é o seu cartão próprio, Cartão Renner, que possibilita aos usuários da rede o parcelamento de mercadorias em até cinco mensalidades pelo preço à vista ou em prazos mais longo de oito parcelas com encargos financeiros. Segundo informações disponíveis no site da empresa, o Cartão Renner foi utilizado como forma de pagamento em 53,9% das vendas realizadas no primeiro trimestre de 2011.

A empresa ainda oferece aos seus clientes os serviços de empréstimo pessoal, seguros e títulos de capitalização.

4.1.3 Mercado consumidor

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

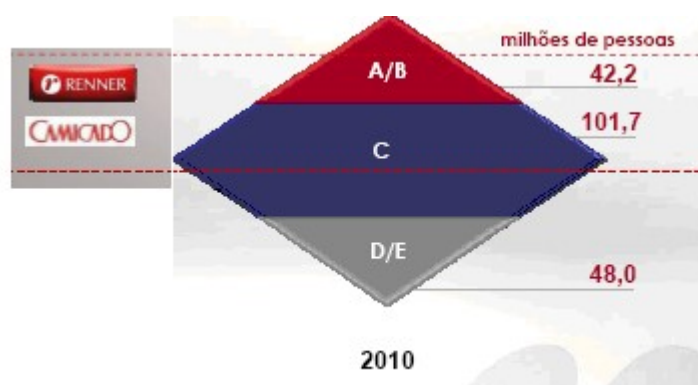


Figura 1: Mercado Consumidor da Lojas Renner
Fonte Lojas Renner

Com a evolução da participação feminina no mercado de trabalho e evolução da massa salarial, a empresa faz do foco na mulher uma proposição de valor. Aproximadamente 80% dos clientes da Lojas Renner são mulheres.

4.1.4 Evolução do desempenho

Como a segunda maior rede de lojas de departamento de vestuário do país, a Lojas Renner fechou o ano de 2010 com 134 lojas em operação no Brasil e uma área de vendas de 274,7 mil m².

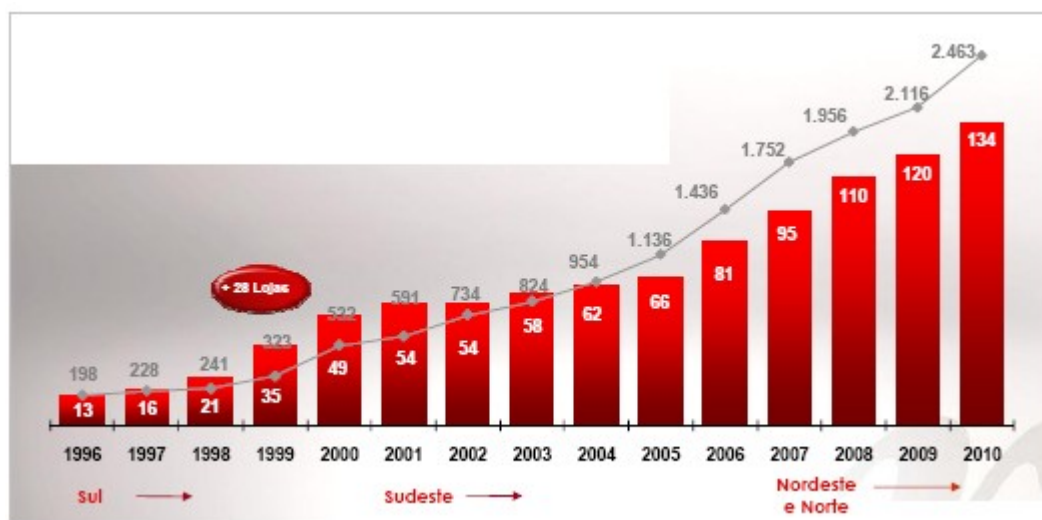


Figura 2: Evolução do Número de Lojas e da Receita Líquida de Vendas (em milhões)
Fonte: Lojas Renner

Em 2010 a Receita Líquida das Vendas de Mercadorias apresentou um crescimento de 10,3% em relação ao ano anterior, já a Receita Líquida por m² foi de R\$9,5 mil, o que significou um aumento de 7,5% na produtividade das lojas em relação ao ano anterior.

4.1.5 Concorrência

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

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

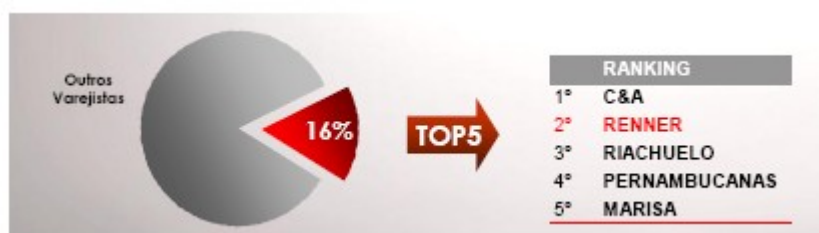


Figura 3: Participação de Mercado dos Maiores Varejistas no Mercado Formal
 Fonte: Lojas Renner

Entre os maiores varejistas de vestuário a empresa foi a que apresentou o melhor desempenho na evolução do número de lojas nos últimos 10 anos:



Figura 4: Evolução do Número de Lojas dos Maiores Varejistas de Vestuário
 Fonte: Lojas Renner

4.2 Setor varejista

O varejo integra todas as atividades relacionadas à venda direta de produtos e serviços ao consumidor final, para uso pessoal. Engloba todas as funções clássicas de operação comercial: procura e seleção de produtos, aquisição, distribuição, comercialização e entrega.

A sazonalidade da demanda é um dos pontos mais relevantes do setor e seus efeitos devem ser considerados na hora de definir a estratégia empresarial das empresas. Assim, o setor é significativamente vulnerável à política econômica do país.

4.2.1 Características do setor varejista no Brasil

Até a década de 80, em função principalmente da alta inflação que o país apresentava, as empresas brasileiras de varejo não procuravam competir com base em estratégias articuladas voltadas para a redução de custos e preços. Nesta época, observou-se um comportamento ofensivo do setor tendo a lucratividade financeira tão ou mais importante que a operacional.

De acordo Parente (2000), o setor varejista do país apresentava as seguintes características:

- regionalização da concorrência;
- concentração regional;
- relacionamento restritos com os fornecedores, limitado a negociações de preços e formas de pagamento;
- precário fluxo de mercadorias entre fornecedor e varejista;
- elevado *turn-over*;
- indefinição do foco do negócio;
- informalidade nas operações;
- elevado endividamento de algumas empresas.

Os anos 90 trouxeram uma reestruturação do varejo no Brasil, a liberação das importações e o aumento da concorrência interna foram alguns dos fatores que impactaram positivamente o setor.

O fortalecimento da economia em função do Plano Real impulsionou o setor do comércio na busca por maior eficiência e espaço no mercado. As empresas passaram focar o atendimento às classes C, D e E, cuja demanda por alimentos, gêneros de primeira necessidade, bens de consumo e semiduráveis era grande.

Entretanto, as medidas de restrição à demanda adotadas pelo governo logo após o surto de consumo resultante do Plano Real afetaram as empresas varejistas que não possuíam uma estrutura operacional e administrativa bem desenvolvidas.

Em função das constantes mudanças econômicas do país, as empresas de varejo se viram obrigadas a desenvolver uma estratégia empresarial sólida e capaz de manter a demanda por seus produtos. Estas empresas deixaram de focar somente nas vendas e passaram a enxergar os clientes de uma maneira diferente.

Com o objetivo de satisfazer o cliente, que cada vez se torna mais exigente e atento às mudanças de mercado, devido à expansão dos meios de comunicação e da concorrência, as empresas buscaram adequar-se ao gosto do consumidor, identificando as suas necessidades e desejos.

Tais mudanças impactaram o relacionamento das organizações com os seus funcionários, que passaram a receber mais treinamento e focar no bom atendimento ao cliente. A relação com os fornecedores também se tornou mais ampla e focada na satisfação do cliente.

Atualmente, as empresas de varejo possuem um relacionamento mais próximo com seus clientes, estando presente nos pontos de preferência dos

consumidores, buscando produtos e atendimentos diferenciados, aliados à facilidade de pagamento, normalmente proporcionado por um cartão de crédito da própria loja.

4.2.2 Ciclo de vida do varejo

Conforme cita Parente (2000), a teoria de ciclo de vida também tem aplicação no varejo, ao identificar o estágio do ciclo de vida em que suas lojas se encontram, o varejista pode definir a estratégia que maximize seus resultados:

- Introdução: há poucos ou nenhum concorrente direto, é um novo formato de negócio introduzido no mercado. Os lucros são baixos em função dos custos de desenvolvimento.

- Crescimento: é o período de aumento das vendas, expansão nos lucros do negócio. O modelo de negócio alcança aceitação no mercado, o mercado já atingiu alto volume mas ainda não está saturado.

- Maturidade: nesta fase o crescimento das vendas se estabiliza, há uma diminuição progressiva dos lucros e a concorrência se torna muito intensa.

- Declínio: é o período em que as vendas e o lucro do formato do negócio começam a declinar. Surge espaço para modelos mais competentes e melhor ajustados às necessidades do mercado.

O varejo é uma das atividades empresariais que apresentam maior velocidade de transformação, respondendo às modificações do ambiente social, econômico e tecnológico no qual está inserido.

4.2.3 Varejo e economia

O setor varejista é muito sensível à conjuntura econômica do Brasil. Fatores como crescimento da economia, emprego, renda, taxa de juros e inflação influenciam o poder de compra dos consumidores. A seguir a relação entre estas variáveis e o consumo é explicada.

a. Crescimento da economia

O volume de vendas do comércio apresenta forte relação com o crescimento econômico do Brasil. O gráfico a seguir apresenta as taxas de crescimento do PIB do país nos últimos 10 anos.

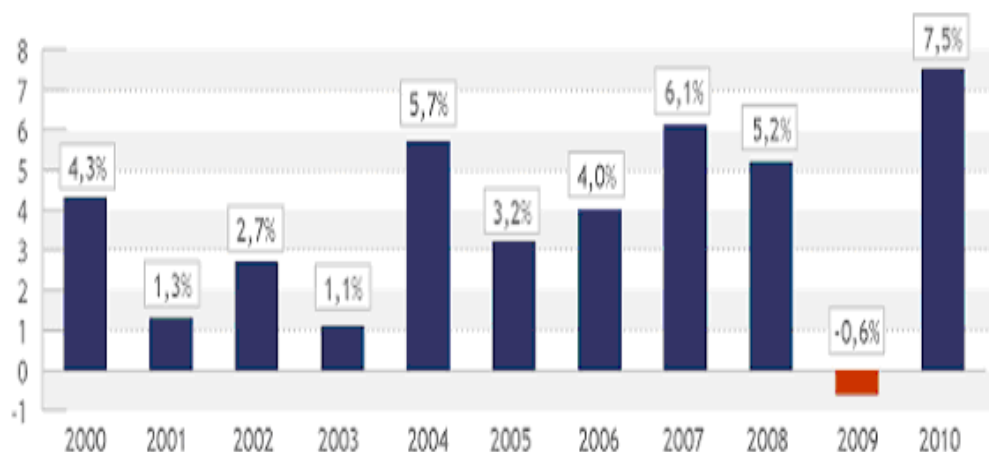


Figura 5: Crescimento da Economia Brasileira
Fonte: IBGE

Em 2010 o PIB brasileiro apresentou um crescimento de 7,5% e totalizou R\$ 3,675 trilhões. Foi a maior alta desde 1986, influenciada pelo aumento da demanda interna e pela comparação com o crescimento do ano anterior, negativo em função da crise econômica global de 2008.

O consumo das famílias foi responsável por aproximadamente 60% do volume da demanda interna no ano de 2010.

Já para o ano de 2011, segundo informações divulgadas pelo banco Central, o governo estima um crescimento de 4,5% do PIB. A redução da estimativa de crescimento pode ser explicada, entre outros fatores, pela desaceleração da economia como uma tentativa de conter a inflação que vem aumentando nos últimos meses.

Entretanto, levando em consideração os investimentos a serem feitos no país para a realização da Copa do Mundo e das Olimpíadas, a economia tende a continuar apresentando taxas de crescimento consideráveis nos próximos anos.

Este ritmo de crescimento favorece o setor varejista, já que tende a aumentar a capacidade de consumo da população e o seu nível de confiança com relação a sua situação financeira futura.

O gráfico a seguir apresenta o Nível Nacional de Confiança, o índice varia de 0 a 200 e tem por finalidade aferir a extensão da confiança e a segurança do consumidor brasileiro quanto à sua situação financeira ao longo do tempo. Sendo 0 o máximo de pessimismo e 200 o máximo de otimismo.

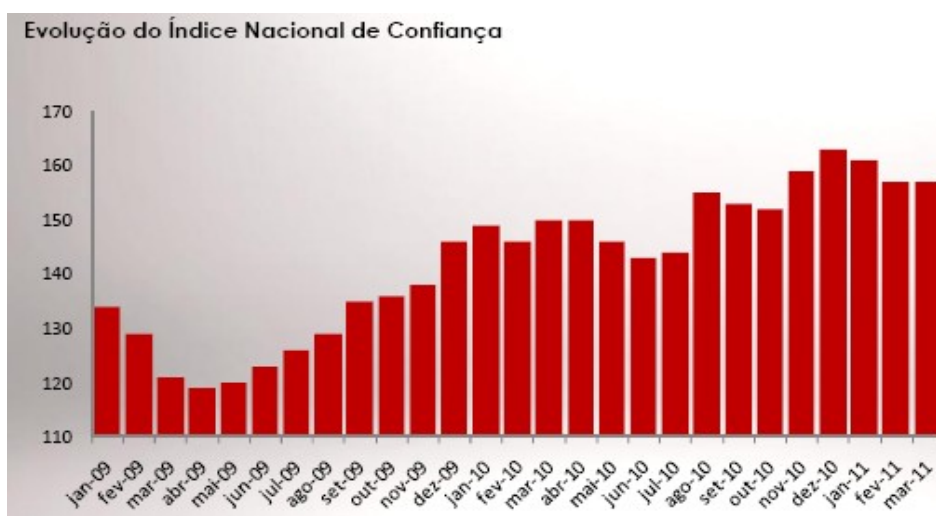


Figura 6: Evolução do Índice Nacional de Confiança
Fonte: Lojas Renner

b. Emprego

Como citado anteriormente, o aumento da renda da população aumenta o poder de compra dos clientes. Assim, o nível de desemprego no país também influencia o consumo.

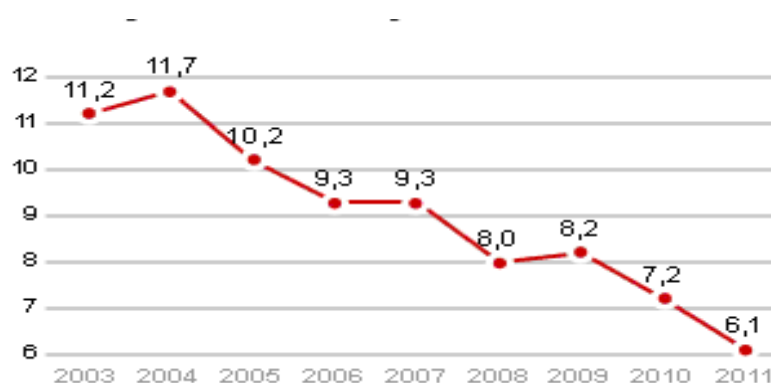


Figura 7: Evolução da Taxa de Desemprego no Brasil
Fonte: IBGE

Segundo dados do IBGE, a taxa média de desemprego no país em 2010 foi de 7,2%, a menor dos últimos anos. O bom resultado foi atribuído ao crescimento da economia.

O país gerou no ano passado um recorde de 2,52 milhões de novos empregos formais. De acordo com o IBGE, a renda do trabalhador brasileiro em março de 2010 era em média R\$ 1.557. O governo prevê para o ano de 2011 um aumento de 11,71% na massa salarial.

Assim, o Brasil apresenta atualmente uma das menores taxa de desemprego entre as grandes economias do mundo.

c. Renda

Apesar da distribuição de renda no Brasil ainda ser uma das piores do mundo, nota-se um aumento do poder de compra das classes sociais mais baixas. Os desejos de consumo destas classes estão mudando os produtos, serviços e formas de comercialização dos grandes varejistas. O estudo “Consumo das Famílias Brasileiras até 2020”, elaborado pela Fecomércio, mostra que as classes C, D e E registraram juntas gastos equivalentes a 78% do volume despendido pelas classes A e B em 2009.

Estima-se que o crescimento da renda e do consumo das famílias continue aumentando nos próximos anos.

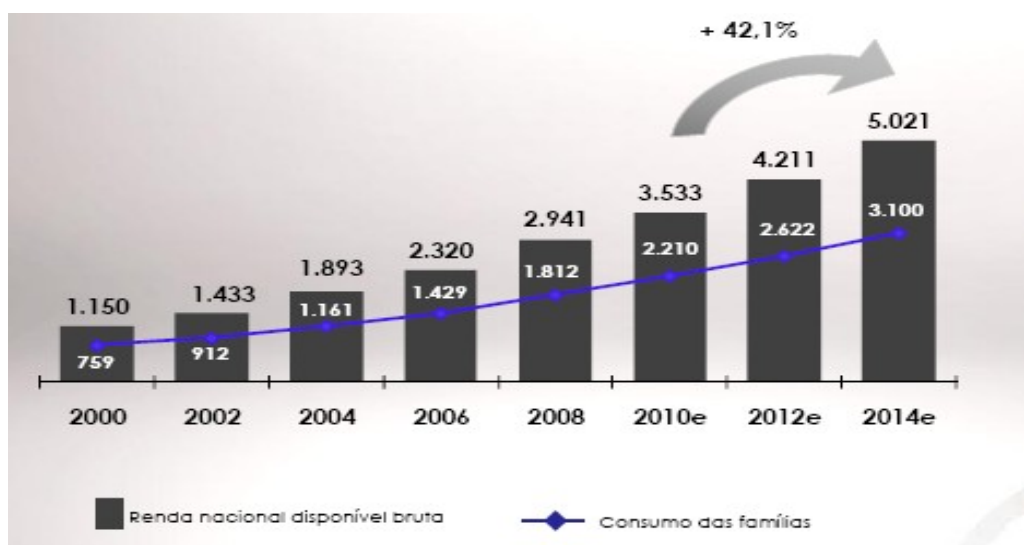


Figura 8: Evolução da Renda Bruta e do Consumo das Famílias
Fonte: Lojas Renner

d. Taxa de juros

Como grande parte das vendas realizadas no varejo são a prazo, outro fator que influencia a demanda no Brasil é a taxa de juros. A taxa de juros do país é

historicamente alta, mas vem se reduzindo ao longo dos anos. Até o fechamento do presente estudo a taxa Selic era 12,25%.

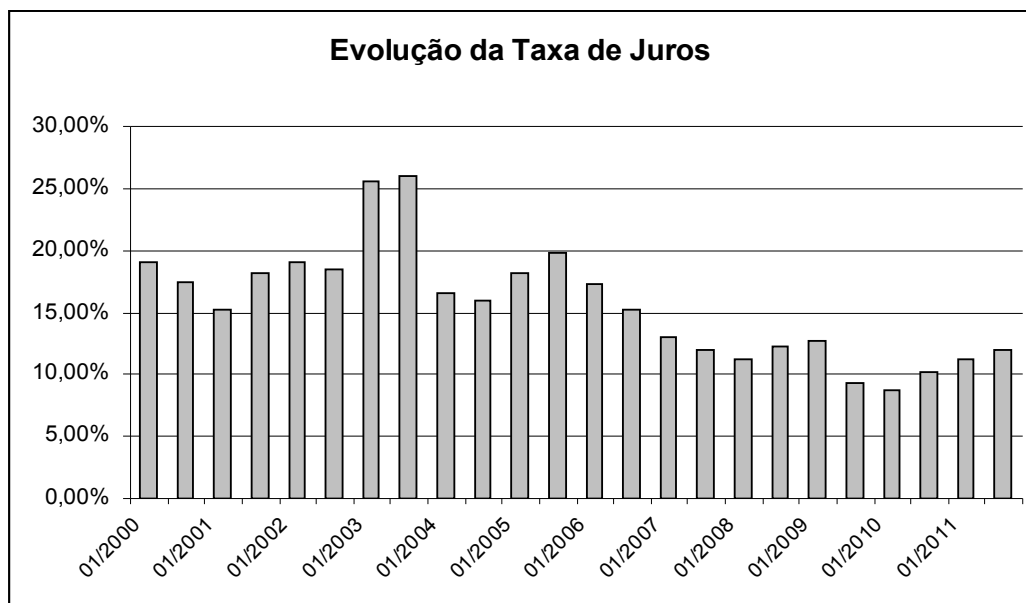


Figura 9: Evolução da Taxa de Juros no Brasil
Fonte: Banco Central

A política monetária do país segue o regime de metas para a inflação. Assim, o Copom orienta a suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, a análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica de preços e o balanço dos riscos associados às suas projeções.

A estimativa dos analistas financeiros, divulgada no mês de maio pelo jornal Valor, é de que a taxa Selic fique em torno de 12,50% para o fim de 2011 e em 11,25% para o ano seguinte.

e. Inflação

Como a taxa de juros e o poder de compra da população são influenciados pela inflação, esta variável também deve ser considerada para se estimar o desempenho do setor varejista.

Após períodos de hiperinflação, nos últimos 15 anos o país vem observando uma queda acentuada nos níveis de inflação.

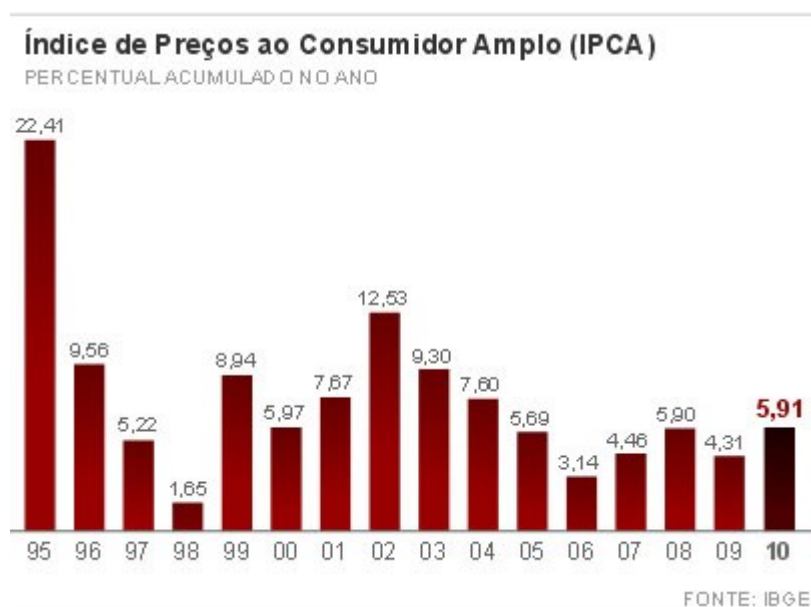


Figura 10: Evolução da Inflação no Brasil
Fonte: IBGE

Como as alterações da taxa de juros do país são feitas com o objetivo de segurar a inflação, a tendência é que a mesma se mantenha dentro das metas estipuladas pelo Banco Central e não atrapalhe o crescimento da economia brasileira de forma significativa.

f. Crédito

Grande parte das vendas no comércio é realizada a prazo, algumas vezes os lojistas desenvolvem linhas de créditos próprias para atender o consumidor. Logo, a oferta de crédito e a taxa de inadimplência são importantes pontos a serem avaliados para se entender melhor o setor varejista.

Com a estabilização da economia na década de 90, a oferta de crédito no país aumentou e vem apresentando números relevantes.

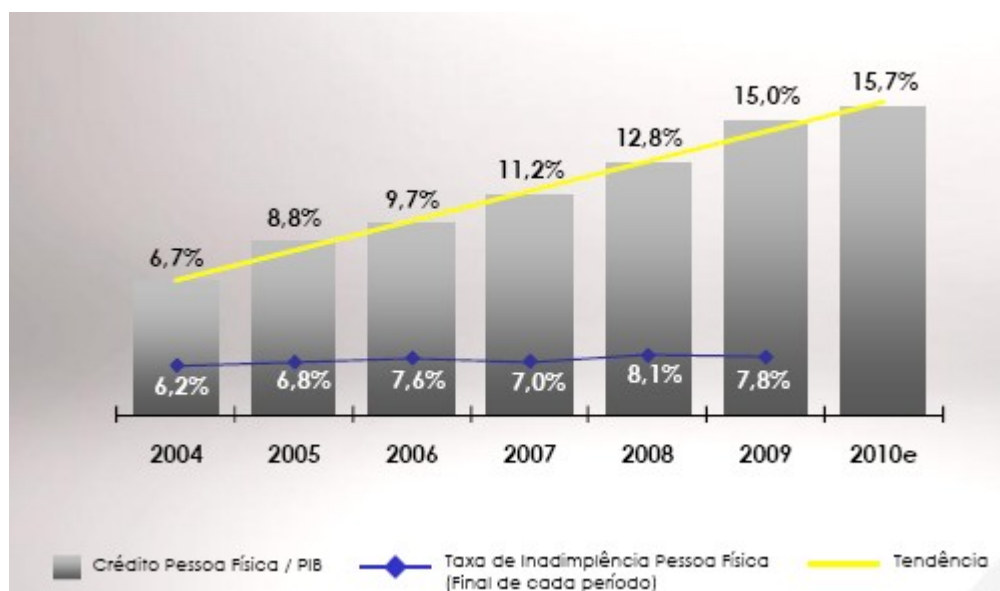


Figura 11: Evolução do Crédito para Pessoa Física como Percentual do PIB

Fonte: Lojas Renner

Como as estimativas para o crescimento do país continuam alta, analistas indicam que a oferta de crédito deve acompanhar este crescimento nos próximos anos.

A partir da análise do gráfico nota-se também que o nível de inadimplência de Pessoa Física vem se mantendo estável nos últimos anos.

4.2.4 Tendências do varejo

Conforme citado ao longo deste trabalho, algumas variáveis da economia influenciam o volume de vendas no varejo. Assim, estes aspectos devem ser levados em consideração para se estimar o futuro das empresas do setor.

Com a perspectiva de crescimento do país, aumento do nível de confiança, redução dos níveis de desemprego, aumento da renda da população e do poder de consumo, redução da taxa de juros do país, redução da inflação, aumento da oferta de crédito e estabilização do nível de inadimplência, pode-se dizer que o setor varejista apresenta tendência de crescimento para os próximos anos.

4.3 Avaliação da empresa

Nas seções anteriores foram apresentadas as características da empresa e do seu mercado de atuação, com base nestas análises, nos Demonstrativos de Resultado e Balanços Patrimoniais da empresa será concluída a avaliação da mesma. Para se projetar os dados da empresa para os próximos serão utilizadas as informações financeiras dos anos de 2006 a 2010. Portanto, todos os dados a partir do ano de 2010 devem ser vistos como estimativas.

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

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

4.3.1 Fluxo de caixa

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

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

	2010	2009	2008	2007	2006
Receita Líquida	2751	2364	2183	1931	1531
CPV	1209	1085	1049	942	781
Desp Vendas	642	554	488	415	357
Desp Adm	212	180	179	170	147
Outras Desp	284	286	229	169	101
Depreciação	76	74	62	50	39
Inv Capex	160	69	137	109	119
Ativo Circulante	1873	1428	1131	1005	883
Caixa e Aplicações	684	411	179	296	287
Passivo Circulante	978	973	834	755	628
Empréstimos	279	382	385	122	93

a. Receita líquida da Lojas Renner

Conforme citado anteriormente, o crescimento da empresa está atrelado ao crescimento da economia do país. Assim, para se estimar os valores futuros da receita da empresa deve-se considerar o crescimento previsto para o PIB do Brasil.

Para se estabelecer esta relação entre receita e variação do PIB foi realizada uma regressão linear com dados das duas variáveis nos últimos cinco anos. Os dados apresentaram uma correlação de aproximadamente 50% e a regressão, que pode ser encontrada entre os anexos deste trabalho, resultou na seguinte fórmula:

$$\Delta\text{Receita} = 12,26 + 1,68 \Delta\text{PIB} \quad (\text{Equação 7})$$

Onde:

$\Delta\text{Receita}$ representa a variação na receita da empresa;

ΔPIB representa a variação do PIB do Brasil.

Como já foi citado antes neste trabalho, o governo prevê um crescimento de 4,5% para o PIB em 2011. As projeções de 2012 a 2015, apresentadas na tabela a seguir, foram projetadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Ainda na tabela, aplicando-se a fórmula resultante da regressão linear nos dados de projeção do PIB foi possível se chegar às projeções de variação percentual da receita da empresa para 2011 e para os próximos quatro anos.

Tabela 2: Projeção de crescimento da receita

Ano	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento PIB	4,5	6,1	6,22	6,26	6,21
Projeção Receita	18,32	20,39	20,55	20,60	20,53

Após 2015 estima-se um declínio na taxa de crescimento da empresa em função da redução de investimentos e de expansão. Assim, foi projetada uma taxa de crescimento na ordem de 10% ao ano em 2016 e 2017. A partir de 2018 acredita-se que a empresa já tenha atingido o seu potencial total e entre em um crescimento estável.

b. Custos dos produtos vendidos

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

Tabela 3: Evolução do CPV/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
CPV	51,01	48,78	48,05	45,90	43,95

Considerando que os investimentos realizados pela empresa nos próximos anos resultem em ganho de produtividade, os custos tendem diminuir. Assim, será adotada uma proporção constante do CPV de 40% da receita líquida para os próximos anos a serem projetados.

c. Despesas com vendas

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

Tabela 4: Evolução das Despesas com vendas/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Desp Vendas	23,32	21,49	22,35	23,43	23,34

Dessa forma, para os próximos anos será considerado que as despesas com vendas mantenham o percentual de 22% da receita do ano em questão.

d. Despesas administrativas

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

Tabela 5: Evolução das Despesas Administrativas/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Desp Adm	9,60	8,80	8,20	7,61	7,71

O percentual das despesas foi em média 8% da receita. Esta proporção será mantida para os próximos anos.

e. Outras despesas operacionais

Assim como as despesas apresentadas anteriormente, as outras despesas operacionais também tem apresentado números estáveis nos últimos anos:

Tabela 6: Evolução das Outras despesas/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Outras Desp	6,60	8,75	10,49	12,10	10,32

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

f. Depreciação

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

Tabela 7: Evolução da Depreciação/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Depreciação	2,55	2,59	2,84	3,13	2,76

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

g. Investimento capex

O investimento da empresa em bens de capital não vem apresentando oscilações relevantes nos últimos anos, conforme pode ser observado na tabela 8.

Tabela 8: Evolução do Investimento capex/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Inv Capex	7,77	5,64	6,28	2,92	5,82

Assim, para a realização das projeções foi considerado que o investimento capex será aproximadamente a média dos valores apresentados, ou seja, representará 5% da receita líquida.

h. Investimento em capital de giro

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

Tabela 9: Evolução do Investimento em capital de giro/Receita

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Inv Cap Giro	3,98	3,94	23,04	18,02	17,81

O capital de giro representa a diferença entre o ativo circulante menos caixa e aplicações e o passivo circulante menos financiamentos de curto prazo.

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

Por isso, será considerado que nos próximos anos a diferença entre ativo e passivo circulante se mantenha. Assim, será adotada uma proporção de 13% da receita como investimento em capital de giro nos próximos anos a serem projetados.

4.3.2 Custo de capital próprio

Conforme explicado na metodologia, o cálculo do custo de capital próprio no Brasil utiliza informações do mercado norte americano, acrescidos de uma taxa que reflete o risco do país. Assim, segundo Assaf Neto (2008), a seguinte fórmula deve ser utilizada:

$$\bar{R}_i = R_f + \beta (\bar{R}_m - R_f) + \underline{U_{BR}} \quad (\text{Equação 8})$$

a. Taxa livre de risco

A taxa livre de risco considerada para este trabalho é baseada nos rendimentos dos títulos públicos de longo prazo emitidos pelo governo dos EUA. Foi utilizado como referência o *Treasury bonds* (T-bonds) com vencimento em 10 anos que, segundo o site Bloomberg¹, apresenta rentabilidade de 3,05% ao ano.

¹ Dados referentes ao dia 29/06/11.

b. Prêmio de risco

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

Em junho de 2011 este prêmio era de 5,27%.

c. Risco Brasil

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

O site Ipeadata² indica que o *spread* do Brasil é de 1,79%, logo, este valor será o risco Brasil utilizado.

d. Estrutura de capital

Para a realização dos cálculos necessários, deve-se considerar o capital próprio e capital de terceiros a valor de mercado. Segundo o site Fundamentus, o valor das dívidas da empresa Lojas Renner é de R\$517.191 mi e o valor do capital próprio é de R\$ 1.056.790 mi.

Dessa forma, a proporção B/S é de 0,49.

² Dados referentes ao dia 29/06/11.

e. Imposto de renda

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

f. Coeficiente Beta

Para o cálculo do coeficiente Beta, será utilizada a equação 5 apresentada no referencial teórico deste trabalho.

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

O Beta desalavancado pode ser entendido como o coeficiente Beta para as empresas de determinado setor. Segundo informações divulgadas por Damodaran, em seu site, o Beta para as empresas de vestuário é de 1,20.

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

$$\beta_L = 1,20 [1 + (0,49) (1-0,34)]$$

$$\beta_L = 1,59$$

g. Aplicação do modelo CAPM

Aplicando os valores citados na equação 8 obtém-se o seguinte resultado:

$$R_i = 3,05\% + 1,59\% (5,27\%) + 1,79\%$$

$$R_i = 13,22\% \text{ a.a.}$$

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

$$\frac{1 + J_{BR}}{1 + \pi_{BR}} = \frac{1 + J_{US}}{1 + \pi_{US}} \quad (\text{Equação 9})$$

Onde:

J_{BR} é a taxa de juros no Brasil;

π_{BR} representa a inflação do Brasil;

J_{US} é a taxa de juros nos EUA;

π_{US} representa a inflação nos EUA.

Serão utilizados o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do Brasil e o *Consumer Price Indexes* (CPI) dos EUA para representar a inflação.

Tabela 10: IPCA e CPI

	IPCA	CPI
2006	3,1	2,1
2007	4,5	4,1
2008	5,9	0,1
2009	4,3	-0,4
2010	5,9	1,6
Média	4,7	1,5

Fonte: IBGE e U.S. Bureau of Labor Statistics

Aplicando os valores na equação 9, obtém-se:

$$\frac{1 + J_{BR}}{1 + 0,047} = \frac{1 + 0,1322}{1 + 0,015}$$

$J_{BR} = 16,79\%$ a.a.

Assim, o custo de capital próprio utilizado no cálculo da taxa de desconto será de 16,79% ao ano.

4.3.3 Custo médio ponderado de capital

Para o cálculo do WACC será aplicada a equação 6, mostrada na seção 2 do presente trabalho:

$$WACC = B/(B+S) \times K_b (1-IR) + S/(B+S) K_s$$

a. Custo de capital de terceiros

É resultante da média ponderada dos inúmeros tipos de financiamentos adquiridos pela empresa. Segundo as notas explicativas do Demonstrativo de Resultado da empresa em 2010, o custo do capital de terceiros da empresa é de 10% ao ano.

b. Estrutura de capital

De acordo com os dados apresentados anteriormente, a proporção $B/(B+S)$ é de 33% e a proporção $S/(B+S)$ é de 67%.

c. Aplicação do modelo WACC

Aplicando os valores apresentados na equação 6, obtém-se:

$$\text{WACC} = 33\% \times 10\% (1 - 34\%) + 67\% \times 16,79\%$$

$$\text{WACC} = 13,43\% \text{ a.a.}$$

Portanto, a taxa de desconto a ser utilizada para se trazer os fluxos de caixa a valores presentes é de 13,43% ao ano.

4.3.4 Perpetuidade

Para a perpetuidade optou-se pelo Modelo de Gordon, através do qual os fluxos de caixa crescem a uma taxa constante menor que a taxa estimada para o crescimento da economia do país.

Assumindo um crescimento do PIB de 4% a partir do ano de 2018, foi estimado que o crescimento da empresa fique em aproximadamente 3,5% ao ano.

4.4 Resultados

Com todas as variáveis de entrada calculadas foram realizados os cálculos referentes ao FCFF, chegando-se a um valor justo por ação da Lojas Renner. O quadro a seguir apresenta em resumo os resultados obtidos, o quadro completo poder ser encontrado entre os anexos do presente trabalho.

Tabela 11: Cálculo do FCFF (R\$ mil)

Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita	3254983	3918674	4723962	5697098	6866712	7553383	8308722
CPV	1301993	1567470	1889585	2278839	2746685	3021353	3323489
Lucro Bruto	1952990	2351205	2834377	3418259	4120027	4532030	4985233
Desp Vendas	716096	862108	1039272	1253362	1510677	1661744	1827919
Desp Adm	260399	313494	377917	455768	549337	604271	664698
Outras Desp	292948	352681	425157	512739	618004	679805	747785
LAJIR	683546	822922	992032	1196391	1442010	1586211	1744832
<i>Depreciação</i>	97649	117560	141719	170913	206001	226602	249262
Capex	162749	195934	236198	284855	343336	377669	415436
Cap Giro	423148	509428	614115	740623	892673	981940	1080134
Δ Cap Giro	148048	86280	104687	126508	152050	89267	98194
<i>Inv Total</i>	310797	282214	340885	411363	495385	466936	513630
FCFF	237993	378475	455574	549168	662342	806564	887220
VPL FCFF	164819	333664	354082	376289	400102	429536	416547
VPL FCFF		2475038			# Ações		122349
VPL Perpetuidade		4758199			Valor justo por ação		59,12
Valor da Empresa		7233237			Valor Atual (29/06/11)		60,36

5. CONCLUSÃO

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

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

Ao se avaliar a Lojas Renner através do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) a uma taxa de 13,43% ao ano e admitindo um crescimento de 3,5% ao ano na perpetuidade, chegou-se a um valor justo por ação de R\$ 59,12 para dezembro de 2010.

Comparando este valor com a cotação da mesma ação em 29/06/11, que era de R\$ 60,36, nota-se que há uma supervalorização de 2,1% da ação no mercado com relação ao valor justo para as premissas utilizadas.

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

6. REFERÊNCIAS

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

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

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

PARENTE, Juracy. *Varejo no Brasil: Gestão e Estratégia*. São Paulo: Atlas, 2000.

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

Endereços Eletrônicos:

Banco Central - www.bcb.gov.br

Bloomberg - www.bloomberg.com

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

Fecomércio – www.fecomercio.com.br

Fundamentus - www.fundamentus.com.br

Fundo Monetário Internacional - www.imf.org

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - www.ibge.gov.br

Ipeadata - www.ipeadata.gov.br

Lojas Renner - www.lojasrenner.com.br

Standard & Poor's - www.standardandpoors.com

U.S. Bureau of Labor Statistics – www.bls.gov

ANEXOS

ANEXO I – Regressão PIB/Receita

X ΔPIB	Y ΔReceita
4,00	27,37
6,10	26,13
5,20	13,05
-0,60	8,29
7,50	16,37

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,490058961
R-Quadrado	0,240157785
R-quadrado ajustado	-0,013122953
Erro padrão	10,65766979
Observações	5

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	107,7008242	107,7008242	0,948188114	0,401999786
Resíduo	3	340,7577758	113,5859253		
Total	4	448,4586			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interseção	12,26	9,010761621	1,36100987	0,266726419	-16,41252952	40,94000053	-16,41252952	40,94000053
Variável X 1	1,68	1,722297753	0,973749513	0,401999786	-3,804033522	7,158206717	-3,804033522	7,158206717

Anexo II - Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma

	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	2016	%	2017
Receita	1,1832	3254983	1,2039	3918674	1,2055	4723962	1,206	5697098	1,2053	6866712	1,1	7553383	1,1	8308722
CPV	0,4	1301993	0,4	1567470	0,4	1889585	0,4	2278839	0,4	2746685	0,4	3021353	0,4	3323489
Lucro Bruto		1952990		2351205		2834377		3418259		4120027		4532030		4985233
Desp Vendas	0,22	716096	0,22	862108	0,22	1039272	0,22	1253362	0,22	1510677	0,22	1661744	0,22	1827919
Desp Adm	0,08	260399	0,08	313494	0,08	377917	0,08	455768	0,08	549337	0,08	604271	0,08	664698
Outras Desp	0,09	292948	0,09	352681	0,09	425157	0,09	512739	0,09	618004	0,09	679805	0,09	747785
LAJIR		683546		822922		992032		1196391		1442010		1586211		1744832
Depreciação	0,03	97649	0,03	117560	0,03	141719	0,03	170913	0,03	206001	0,03	226602	0,03	249262
Capex	0,05	162749	0,05	195934	0,05	236198	0,05	284855	0,05	343336	0,05	377669	0,05	415436
Cap Giro	0,13	423148	0,13	509428	0,13	614115	0,13	740623	0,13	892673	0,13	981940	0,13	1080134
Δ Cap Giro		148048		86280		104687		126508		152050		89267		98194
Inv Total		310797		282214		340885		411363		495385		466936		513630
FCFF		237993		378475		455574		549168		662342		806564		887220
(1+k) ⁿ			1,1343		1,2866		1,4594		1,6554		1,8778		2,1299	
VPL FCFF		164819		333664		354082		376289		400102		429536		416547

IR	34%
WACC (k)	0,1343
G	0,0350

VPL FCFF Total	2475038
----------------	----------------

	2016	2011
Perpetuidade	8934747	4758199

Valor Total da Empresa	7233237
-------------------------------	----------------

# Ações	122349
Valor por Ação	59,12
Valor Atual (29/06/11)	60,36
Valorização Potencial	-2,1%