

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Centro Sócio Econômico  
Departamento de Economia e Relações Internacionais

**DANIEL PADULA DE QUADROS**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DO  
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À LOJAS RENNER S.A.**

Florianópolis, 2015

**DANIEL PADULA DE QUADROS**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DO  
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À LOJAS RENNER S.A.**

Monografia submetida ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientador:** Roberto Meurer

**Florianópolis, 2015**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 10,00 ao aluno Daniel Padula de Quadros na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Roberto Meurer

---

Prof. André Alves Portela Santos

---

Prof. Jaylson Jair da Silveira

## RESUMO

Este trabalho busca apresentar a técnica de avaliação de empresas conhecida como fluxo de caixa descontado (FCD). É feita uma revisão teórica apresentando o método e onde esse se situa dentro do estudo de avaliação de empresas. É também apresentada uma aplicação prática dessa metodologia, usando como exemplo a empresa varejista de moda Lojas Renner S.A., uma das maiores empresas brasileiras no varejo de vestuários. O trabalho contém ainda uma apresentação da Lojas Renner, de seu negócio e seu setor de atuação. Outro componente do trabalho é uma investigação sobre como o valor justo das ações negociadas da Renner são afetadas por alterações nas principais variáveis macroeconômicas. Grande parte do trabalho é baseado nos livros de Aswath Damodaran e Alexandre Póvoa.

Palavras chave: Avaliação de empresas, valuation, fluxo de caixa descontado, Lojas Renner.

## **ABSTRACT**

This paper aims to present the business evaluation technic known as discounted cash flow (DCF). It contains a theoretical review introducing the technic, and presenting where it stands on the business evaluation field of study. The paper also contains a practical application of the DCF technic, using as example the Brazilian clothing retailer Lojas Renner S.A., one of the biggest players on its industry. In addition, the paper also presents a detailed description of Lojas Renner, covering its business model and its industry. Finally, the paper also presents an investigation of the way the fair price of the marketable stocks issued by Renner behaves with changes on the most important macroeconomics variables. The paper is mostly based on the books written by Aswath Damodaran and Alexandre Póvoa.

**Keywords:** business evaluation, valuation, discounted cash flow, Lojas Renner.

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que me ajudaram nessa conquista, seja de forma direta ou indireta, seja com auxílios de caráter técnico ou pessoal, tenha a ajuda ocorrido durante a elaboração desse trabalho em específico ou durante o período de graduação como um todo. Tenham certeza de que todos possuem sua parcela de importância nessa conquista.

Ainda assim, não posso deixar de destacar algumas pessoas, sem as quais muito provavelmente eu não teria obtido o mesmo sucesso na execução desse trabalho e na minha graduação em geral. Primeiramente, gostaria de agradecer meus colegas do Clube de Finanças da UFSC, em especial Bobby Zeniti, João Guilherme Goulart e Marco Arruda, os quais me introduziram ao mundo das finanças, tema deste trabalho.

Agradeço também aos meus colegas da Uatt?, com destaque para Vitor Kanitz, Luana Pedron e Darino Moreira, compreensivos líderes que me possibilitaram conciliar a elaboração deste trabalho com a corrida rotina do dia a dia.

Não posso deixar de agradecer também aos meus amigos e colegas de Florianópolis, que tornaram esse período de graduação imensamente mais agradável, assim como agradeço aos meus amigos de Campinas, que mesmo não estando comigo diariamente não deixaram de me apoiar em nenhum momento. Faço ainda uma nota de destaque para os meus amigos Marcelo Sarti e Pedro Abeid, que contribuíram diretamente com o trabalho em questão com dicas que apenas profissionais atuantes do mercado financeiro poderiam me dar.

Expresso também minha gratidão ao professor-orientador deste trabalho, Prof. Roberto Meurer, pelas mentorias, pela disponibilidade e pela compreensão com o meu às vezes transtornador estilo de trabalho, assim como agradeço também aos outros professores membros da banca avaliadora, Prof. André Portela e Prof. Jaylson Silveira.

Por fim, como não poderia ser diferente, agradeço aos meus pais, Waldir e Marisa, pessoas para as quais dedico o sucesso desse trabalho, e que sempre me deram todo o suporte necessário durante o período de graduação e durante a minha vida como um todo.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	13
1.1.1 Tema .....	13
1.1.2 Problema .....	13
1.2 OBJETIVOS .....	13
1.2.1 Objetivo Geral .....	13
1.2.2 Objetivos Específicos .....	13
1.3 JUSTIFICATIVA .....	14
1.4 METODOLOGIA .....	14
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	15
1.6 LIMITAÇÕES DO TRABALHO.....	16
2. REVISÃO TEÓRICA .....	17
2.1 A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA .....	17
2.1.1 O conceito de valor .....	17
2.1.2 Análise fundamentalista x Análise Gráfica .....	18
2.2 A AVALIAÇÃO DE ATIVOS (VALUATION).....	20
2.2.1 Importância .....	20
2.2.2 Tipos de valuation.....	22
2.2.3 Sobre a exatidão de um valuation.....	23
2.3 O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	25
2.3.1 Conceito de Fluxo de Caixa.....	26
2.3.2 O Fluxo de Caixa Descontado .....	27
2.3.3 Avaliação da Firma <i>versus</i> Avaliação do Patrimônio Líquido.....	28
2.3.3.1 Avaliação da firma.....	29
2.3.3.2 Avaliação do patrimônio líquido.....	30
2.3.4 Os principais elementos do FCD .....	32
2.3.4.1 Taxa de desconto .....	32
2.3.4.2 Valor terminal.....	35
2.3.5 Casos em que o Fluxo de Caixa Descontado é de difícil aplicação.....	37
3. APRESENTAÇÃO DA LOJAS RENNER S.A.....	39
3.1 NEGÓCIOS .....	40
3.2 SETOR DE ATUAÇÃO .....	41
3.3 CONCORRÊNCIA .....	42
3.4 VANTAGENS COMPETITIVAS.....	44
3.5 RISCOS .....	46
4. APLICAÇÃO DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À LOJAS RENNER S.A. ....	49

4.1 PROJEÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS DE RESULTADOS .....	49
4.1.1 Projeção da receita .....	49
4.1.2 Projeção dos custos .....	58
4.1.3 Projeção das Despesas Operacionais .....	61
4.1.4 Projeção das Receitas Financeiras, Despesas Financeiras e Despesas com Tributos .....	69
4.2. PROJEÇÃO DOS BALANÇOS PATROMONIAIS. ....	74
4.2.1 Projeção do CAPEX .....	74
4.2.2 Projeção dos Dividendos .....	78
4.2.3 Projeção dos ativos circulantes .....	79
4.2.4 Projeção dos ativos não circulantes .....	82
4.2.5 Projeção dos passivos circulantes .....	87
4.2.6 Projeção dos passivos não circulantes .....	91
4.2.7 Projeção do patrimônio líquido .....	94
4.3 PROJEÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS DE FLUXO DE CAIXA.....	97
4.3.1 Cálculo do fluxo de caixa das atividades operacionais .....	97
4.3.2 Cálculo do fluxo de caixa das atividades de investimento .....	99
4.3.3 Cálculo do fluxo de caixa das atividades de financiamento .....	99
4.4 CÁLCULO DAS TAXAS DE DESCONTO.....	102
4.4.1 Cálculo do custo do capital próprio .....	102
4.4.2 Cálculo do WACC .....	104
4.5 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	105
4.6 ANÁLISE DOS RESULTADOS ENCONTRADOS.....	108
4.7 ANÁLISES DE SENSIBILIDADE.....	108
4.7.1 Sensibilidade em relação ao crescimento do PIB .....	109
4.7.2 Sensibilidade em relação à taxa de inflação .....	110
4.7.3 Sensibilidade em relação à taxa de juros .....	111
4.7.4 Sensibilidade em relação ao Risco Brasil .....	112
4.7.5 Sensibilidade em relação à taxa de câmbio .....	113
4.8 RECOMENDAÇÃO FINAL .....	114
5. CONCLUSÃO.....	116
REFERÊNCIAS .....	117



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 3.1</b> – Quadro comparativo entre os players do setor .....	44
<b>Tabela 4.1</b> – Plano de expansão de lojas. ....	50
<b>Tabela 4.2</b> – Lojas em funcionamento.....	50
<b>Tabela 4.3</b> – Vendas por loja. ....	51
<b>Tabela 4.4</b> – Comportamento das vendas. ....	52
<b>Tabela 4.5</b> – Estimativas de crescimento das vendas por loja.....	54
<b>Tabela 4.6</b> – Estimativa de receita com vendas de mercadorias (R\$ MIL).....	55
<b>Tabela 4.7</b> – <i>Breakdown</i> da receita da Lojas Renner. ....	56
<b>Tabela 4.8</b> – Modelo de receita geral da Lojas Renner. ....	57
<b>Tabela 4.9</b> – Margem Bruta das Lojas Renner. ....	58
<b>Tabela 4.10</b> – Margem bruta por atividade.....	58
<b>Tabela 4.11</b> – Projeção dos custos da Lojas Renner (R\$ MIL).....	60
<b>Tabela 4.12</b> – Projeção dos resultados brutos da Lojas Renner (R\$ MIL).....	60
<b>Tabela 4.13</b> – Despesas com vendas históricas (R\$ MIL). ....	61
<b>Tabela 4.14</b> – DG&A históricas (R\$ MIL).....	62
<b>Tabela 4.15</b> – Perdas em crédito históricas (R\$ MIL).....	63
<b>Tabela 4.16</b> – Outros resultados operacionais históricos (R\$ MIL).....	63
<b>Tabela 4.17</b> – Depreciação histórica (R\$ MIL).....	64
<b>Tabela 4.18</b> – Amortização histórica (R\$ MIL). ....	64
<b>Tabela 4.19</b> – Projeção das Despesas Operacionais (menos D&A) da Lojas Renner (R\$ MIL).....	66
<b>Tabela 4.20</b> – Projeções de despesas com depreciação e amortização (R\$ MIL). ....	67
<b>Tabela 4.21</b> – Projeção dos resultados operacionais da Lojas Renner (R\$ MIL).....	68
<b>Tabela 4.22</b> – Receitas financeiras históricas (R\$ MIL). ....	70
<b>Tabela 4.23</b> – Despesas financeiras históricas (R\$ MIL).....	70
<b>Tabela 4.24</b> – Despesas com tributos históricas (R\$ MIL). ....	71
<b>Tabela 4.25</b> – Projeção dos resultados financeiros da Lojas Renner (R\$ MIL). ....	72
<b>Tabela 4.26</b> – Projeção do resultado líquido da Lojas Renner (R\$ MIL).....	73
<b>Tabela 4.27</b> – Investimentos em ativos intangíveis, histórico (R\$ MIL). ....	74
<b>Tabela 4.28</b> – Investimentos em novas lojas, histórico (R\$ MIL). ....	75
<b>Tabela 4.29</b> – Investimentos em manutenção das lojas, histórico (R\$ MIL) .....	75
<b>Tabela 4.30</b> – Projeção do CAPEX da Lojas Renner S.A. (R\$ MIL). ....	77
<b>Tabela 4.31</b> – Projeção dos dividendos da Lojas Renner (R\$ MIL). ....	78
<b>Tabela 4.32</b> – Projeção dos ativos circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL). ....	81
<b>Tabela 4.33</b> – Projeção dos ativos imobilizados da Lojas Renner (R\$ MIL).....	83
<b>Tabela 4.34</b> – Projeção dos ativos intangíveis da Lojas Renner (R\$ MIL).....	84

<b>Tabela 4.35</b> – Projeção dos ativos não circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	85
Fonte: Elaborado pelo autor. ....	85
<b>Tabela 4.36</b> – Projeção dos ativos totais da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	86
Fonte: Elaborado pelo autor. ....	86
<b>Tabela 4.38</b> - Projeção dos passivos não circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	92
Fonte: Elaborado pelo autor. ....	92
<b>Tabela 4.39</b> – Projeção dos ativos totais da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	93
<b>Tabela 4.40</b> – Projeção do patrimônio líquido da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	96
<b>Tabela 4.41</b> – Projeção dos balanços patrimoniais da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	96
<b>Tabela 4.42</b> – Projeção do fluxo de caixa operacional da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	98
<b>Tabela 4.43</b> – Projeção do fluxo de caixa de investimentos da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	99
<b>Tabela 4.44</b> – Projeção do fluxo de caixa de financiamento da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	99
<b>Tabela 4.45</b> – Projeção dos demonstrativos de fluxo de caixa da Lojas Renner (R\$ MIL). .....	101
<b>Tabela 4.46</b> – Cálculo do Custo do Capital Próprio da Lojas Renner. ....	103
<b>Tabela 4.47</b> – Estrutura de capital da Lojas Renner. ....	104
<b>Tabela 4.48</b> – Cálculo do WACC da Lojas Renner. ....	104
<b>Tabela 4.49</b> – Fluxo de caixa descontado para o acionista (R\$ MIL). ....	106
<b>Tabela 4.50</b> – Fluxo de caixa descontado para a firma (R\$ MIL). ....	107
<b>Tabela 4.51</b> - Análise dos resultados do FCD. ....	108
<b>Tabela 4.52</b> - Cenários da taxa de crescimento do PIB. ....	109
<b>Tabela 4.53</b> - Análise de sensibilidade: preço justo <i>versus</i> taxa de crescimento do PIB. ....	109
<b>Tabela 4.54</b> - Cenários da taxa de inflação. ....	110
<b>Tabela 4.55</b> - Análise de sensibilidade: preço justo <i>versus</i> taxa de inflação. ....	111
<b>Tabela 4.56</b> - Cenários da taxa de juros. ....	111
<b>Tabela 4.57</b> - Análise de sensibilidade: preço justo <i>versus</i> taxa de juros. ....	112
<b>Tabela 4.58</b> - Cenários do risco brasil. ....	112
<b>Tabela 4.59</b> - Análise de sensibilidade: preço justo <i>versus</i> risco brasil. ....	113
<b>Tabela 4.60</b> - Cenários da taxa de câmbio. ....	113
<b>Tabela 4.61</b> - Análise de sensibilidade: preço justo <i>versus</i> taxa de câmbio. ....	114
<b>Tabela 4.62</b> - Resultados médios das análises de sensibilidade. ....	115

**LISTA DE FÓRMULAS**

<b>Fórmula 2.1:</b> Valor presente de uma empresa.....	27
<b>Fórmula 2.2:</b> Fluxo de caixa livre para a firma.....	30
<b>Fórmula 2.3:</b> Fluxo de caixa livre para o acionista .....	31
<b>Fórmula 2.4:</b> Custo do capital próprio .....	33
<b>Fórmula 2.5:</b> Custo do capital de terceiros. ....	34
<b>Fórmula 2.6:</b> Fórmula do WACC .....	34
<b>Fórmula 2.7:</b> Valor terminal.....	36
<b>Fórmula 4.1:</b> Custo do capital próprio .....	102

## 1. INTRODUÇÃO

Dentro do estudo de finanças existe uma escola de pensamento que acredita que a melhor maneira de se avaliar um investimento em uma empresa é estudando os fundamentos da mesma. Ou seja, essa escola de pensamento defende que se deve estudar mais do que apenas o comportamento passado das ações de uma empresa para que se possa determinar o comportamento futuro desses ativos. Essa escola de pensamento chama-se Escola Fundamentalista e o tipo de análise em questão recebe o nome de Análise Fundamentalista (PÓVOA, 2012, p. 5).

Uma técnica muito usada para realização de análises desse tipo é a técnica de avaliação de empresas chamada de Fluxo de Caixa Descontado (FCD, ou DCF em inglês) (PÓVOA, 2012, p. 96). Essa técnica consiste em fazer projeções sobre como será a geração de caixa futura da empresa, e com base nessas previsões encontrar o que seria um preço justo para suas ações (PÓVOA, 2012, p. 99). Como o mercado de ações não consegue em muitos casos incorporar todas as informações disponíveis sobre as empresas no valor de suas ações de maneira imediata, esse preço justo encontrado no processo é diversas vezes diferente do preço de mercado vigente (PÓVOA, 2012, p. 7), e dessa forma, existem nas bolsas negociadas ao redor do mundo ações subvalorizadas e ações sobrevalorizadas por um período de tempo. O DCF permite que se avalie a situação da ação de uma empresa, e disso pode-se tirar uma recomendação de investimento.

O objetivo primário desse trabalho é então escolher uma empresa negociada na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e aplicar essa técnica de precificação, para que se possa identificar se a empresa em questão está sendo devidamente precificada pelo mercado acionário, e assim encontrar uma recomendação de investimento para a ação em questão. Pretende-se também avaliar como essa recomendação se mantém em diferentes cenários macroeconômicos, considerando mudanças nas taxas de juros, nas taxas de câmbio, no crescimento da economia brasileira e também na inflação do país.

Dessa forma, o resultado final do trabalho será uma análise completa da empresa em questão. Análise essa que conterà tanto um estudo de como funciona a empresa, como uma avaliação de como ela está sendo precificada pelo mercado, e também uma investigação de sua relação com o restante da economia.

## 1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

### 1.1.1 Tema

Análise de uma empresa listada na Bovespa, realizando tanto uma precificação da mesma e de suas ações, como uma investigação de influências macroeconômicas sofridas por ela.

### 1.1.2 Problema

Qual a recomendação de investimento para a ação da empresa escolhida? Como obter essa resposta?

## 1.2 OBJETIVOS

Os objetivos desse trabalho podem ser divididos entre gerais e específicos.

### 1.2.1 Objetivo Geral

Investigar as maneiras de avaliar um investimento em uma ação, e averiguar o investimento na ação de uma empresa negociada na Bovespa.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Investigar as maneiras de avaliar o investimento nas ações de uma empresa de capital aberto.
- Aplicar a técnica de Fluxo de Caixa Descontado para avaliar qual o preço justo para a ação da empresa escolhida.
- Fornecer uma recomendação de investimento ou não para essa determinada ação com base no preço justo encontrado.
- Explicar as premissas usadas para as projeções necessárias para a aplicação do FCD.
- Justificar a recomendação de investimento dada com o uso de análises complementares (vantagens competitivas, posicionamento no setor, etc.).
- Apresentar os riscos presentes no investimento.

- Avaliar como mudanças no cenário macroeconômico afetam essa empresa e o seu valor.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

Como já mencionado, o Fluxo de Caixa Descontado é uma técnica muito usada no mercado financeiro. Seu amplo conhecimento é de suma importância para pessoas com aspiração de trabalho no setor. A realização desse trabalho proporcionará a este pesquisador a chance de aprender na prática como é realizado esse processo. Além do que servirá como fonte de aprendizado da técnica para outros possíveis interessados, uma vez que fará tanto uma apresentação teórica da técnica, como apresentará uma aplicação prática da mesma.

### 1.4 METODOLOGIA

Esse trabalho pode ser dividido em duas partes, com naturezas distintas. A primeira parte é uma pesquisa bibliográfica profunda de técnicas de avaliação de empresas. É dada maior ênfase à exploração da *análise fundamentalista*, mais especificamente à técnica do *fluxo de caixa descontado*. Já a segunda parte do trabalho pode ser classificada como um estudo de caso, uma vez que se baseia no estudo profundo e exaustivo de um objeto em busca de um amplo e detalhado conhecimento sobre o mesmo (ZANELLA, 2011, p. 42). No caso, o objeto de estudo é uma empresa específica, as Lojas Renner S.A.

Naquela descrita como primeira parte do trabalho, será feita uma investigação das técnicas de avaliação de empresas existentes, apresentando as diferentes metodologias e abordagens que se pode ter nesse campo de estudo, até que se chegue a aquilo que o autor pretende abordar durante o estudo de caso que compõem a segunda parte do trabalho: a *análise fundamentalista* e o método do *fluxo de caixa descontado*. Serão usadas como fontes de informação para essa etapa principalmente livros sobre o tema, o que caracteriza essa parte do trabalho como uma pesquisa bibliográfica (ZANELLA, 2011, p. 40).

Já na segunda parte do trabalho, no estudo de caso, buscará se aplicar a técnica do *fluxo de caixa* descontado, para precificar e avaliar as ações das Lojas Renner S.A. Para isso, será necessário a realização de um estudo detalhado da empresa. Esse estudo será baseado em notícias relacionadas à empresa e seu setor de atividade, assim como em fontes secundárias como relatórios sobre a empresa divulgados pela mesma ou por instituições terceiras. Uma vez realizado esse estudo será possível que se identifique como é o funcionamento da empresa,

como ela se situa no seu setor de atividade, quais as suas vantagens e suas fragilidades, quais os riscos aos quais essa empresa está exposta, e também qual é a estratégia dessa empresa para o futuro. Com base nessas informações é possível se fazer previsões sobre como será o desempenho futuro da empresa, e logo como se comportarão os números dela. Com base nas projeções feitas será aplicada a técnica do *fluxo de caixa descontado* para se chegar a um preço alvo para a ação da empresa. Após isso será possível se comparar o preço alvo encontrado no processo com o preço vigente da ação da empresa no mercado acionário e disso resultará uma recomendação de investimento para essa ação. Essa segunda parte do trabalho pode ser então classificada como uma pesquisa quantitativa, tendo em vista que faremos o uso de técnicas estatísticas para chegarmos a um resultado numérico (ZANELLA, 2011, p. 39).

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho é dividido em cinco capítulos, contando com esse. O primeiro deles é uma apresentação do projeto como um todo. São apresentados nesse capítulo uma introdução ao trabalho, o tema, os objetivos, a justificativa para realização do mesmo, a metodologia aplicada e as limitações do trabalho como um todo, além dessa seção de apresentação da estrutura.

O Capítulo 2 apresentará uma revisão teórica sobre o processo de avaliação de uma empresa. Nesse capítulo serão apresentadas as diferentes abordagens ao tema, assim como as diferentes técnicas de precificação de ativos existentes. Será dado maior ênfase à *escola fundamentalista* de avaliação de empresas e à técnica do *fluxo de caixa descontado*, visto que esses tópicos possuem maior relação com as partes subsequentes do trabalho.

No Capítulo 3 a empresa estudada no trabalho, as Lojas Renner S.A., será apresentada. Serão abordados nesse capítulo a atividade desempenhada pela empresa, as características do seu setor de atuação e também o seu posicionamento na indústria.

No Capítulo 4 será apresentado todo o processo de precificação da empresa, o processo de *valuation*. Será mostrado como foi aplicada a técnica do *fluxo de caixa descontado* e o seu resultado. Serão apresentados todos os passos realizados e premissas adotadas no processo.

O Capítulo 5 avaliará os resultados encontrados no processo de precificação da empresa, assim como apresentará uma recomendação de investimento ou não para as ações das Lojas Renner S.A. Será também apresentado nesse capítulo a maneira como alterações no ambiente macroeconômico afetam o valor das Lojas Renner S.A, o que serve como um complemento a recomendação de investimento apresentada anteriormente.

## 1.6 LIMITAÇÕES DO TRABALHO

As principais limitações de um trabalho como esse se dão devido a sua natureza. Uma vez que o trabalho se baseia muito em um estudo de caso, a análise de uma empresa específica, ele não permite que sejam tiradas conclusões que podem ser generalizadas. Em outras palavras, o estudo sobre uma empresa específica não permite que se tirem conclusões aplicáveis a outras empresas, limitando as contribuições desse trabalho. Dessa forma, as principais contribuições do trabalho para a comunidade acadêmica residem na apresentação das diferentes abordagens de se precificar uma empresa e avaliar o investimento na mesma, assim como na apresentação de um exemplo prático de como pode ser feita tal avaliação. Avanços teóricos ou pesquisas generalizadoras não são uma contribuição desse projeto.



## 2. REVISÃO TEÓRICA

### 2.1 A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

#### 2.1.1 O conceito de valor

Segundo Aswath Damodaran “o postulado de um bom investimento é o investidor não pagar mais por um ativo do que o seu valor justo” (DAMODARAN, 2014, pg. 3). No entanto, ao ler essa frase fica a dúvida: o que seria o valor justo de um ativo, e como medi-lo?

Em muitos casos, o valor de algo é puramente subjetivo, sendo algo que varia de pessoa para pessoa, conforme a importância que essas pessoas dão para o objeto em questão. Porém, no caso de um ativo financeiro o seu valor é determinado com base nos fluxos de caixa que esse ativo gera. Ou seja, o valor de um ativo é dado pelo quanto de dinheiro ele vai gerar para o seu comprador. Ou, nas palavras de Damodaran:

*As percepções podem ser tudo que importa quando o objeto é uma pintura ou uma escultura, mas os ativos financeiros devem ser adquiridos com base na expectativa dos fluxos de caixa a serem recebidos no futuro.* (DAMODARAN, 2014, pg. 3).

Pode-se tirar duas conclusões dessa definição de valor para um ativo financeiro. A primeira delas é que para um ativo ter valor ele tem de ter a expectativa de gerar fluxos de caixa positivos em algum momento da sua vida. E a segunda é que caso o ativo demore a gerar fluxos de caixa positivos, quando no futuro ele vir a fazê-lo, esses fluxos de caixa têm de serem elevados o suficiente para compensarem os fluxos de caixa negativo anteriores.

Outro ponto que se deriva da definição de valor apresentada, é que o valor de um ativo financeiro não necessariamente equivale ao seu preço de mercado. Isso ocorre pois o preço de um ativo é dado pelo encontro de sua oferta com a sua demanda, enquanto o valor é determinado pela sua expectativa de geração de caixa (PÓVOA, 2012). Ou seja, em um determinado momento no tempo, podemos ter ativos financeiros sendo negociados a preços mais baixos ou mais altos do que o seu valor justo. Esse descasamento apresenta oportunidades de investimento e é uma das motivações que move a chamada *Escola Fundamentalista* de análise de investimentos, que será apresentada mais adiante nesse trabalho.

### 2.1.2 Análise fundamentalista x Análise Gráfica

Existem duas escolas que se destacam no âmbito da precificação de ativos, a chamada *Escola Gráfica-Técnica* e a *Escola Fundamentalista* (PÓVOA, 2012, pg. 4). As escolas divergem em muitos pontos, sendo possivelmente o maior deles a maneira como elas encaram o funcionamento (ou não) do mercado.

A *Escola Gráfica-Técnica* aceita a teoria da eficiência dos mercados. Ou seja, para os seguidores dessa escola de pensamento, todos os agentes tem acesso às todas as informações do mercado e todos eles conseguem as interpreta-las de maneira eficiente. O resultado disso é que todas as decisões são tomadas de mesma forma, e o preço de um ativo é um consenso e aproxima-se de seu valor justo, pois reflete a realidade da empresa (PÓVOA, 2012, pg. 4). Dessa forma, para essa escola, não existem ativos financeiros sendo transacionados de forma sub ou sobrevalorizada por um longo período de tempo (PÓVOA, 2012, pg. 4).

*A Escola Gráfica e Técnica, implicitamente, aceita a teoria da 'eficiência dos mercados'. Ou seja: assume que qualquer nova informação existente é, automaticamente, transmitida e interpretada de forma linear por todos os agentes do mercado. Esses tomam decisões ajustando, também em tempo instantâneo, os preços dos ativos influenciados pela nova situação.* (PÓVOA, 2012, pg. 4).

Partilhando desse pressuposto apresentado, existem duas vertentes dentro dessa escola de pensamento: os técnicos e os gráficos. A grande diferença entre ambas é o instrumento usado para análise, porém o raciocínio por trás é muito semelhante: ambos admitem que os investidores tendem a repetir suas atitudes de passado, assim, ambas fazem análises retrospectivas (PÓVOA, 2012, pg. 5). Os adeptos da análise gráfica fazem uso de gráficos de tendências para determinar o provável preço futuro de uma ação e recomendar ou não a sua compra em determinado momento. Já os analistas técnicos projetam os preços futuros dos ativos com base em ferramentas estatísticas (PÓVOA, 2012, pg. 5).

As análises técnicas e gráficas têm perdido espaço entre os analistas financeiros, que tem cada vez mais optado por fazer análises baseadas nos fundamentos das empresas, e não no comportamento passado de suas ações ou dos investidores. No entanto, esse tipo de análise mais quantitativa continua servindo como uma importante ferramenta complementar, indicando os momentos para comprar ou vender um ativo (PÓVOA, 2012, pg. 6).

Já a *Escola Fundamentalista* refuta a ideia de perfeito funcionamento do mercado. Ou seja, para os adeptos dessa escola de pensamento podem, sim, haver ativos que não estão sendo precificados corretamente pelos mercados, seja por falta de informações, seja por falhas de interpretações dos agentes. Logo, para os fundamentalistas, podem existir ativos sendo transacionados acima ou abaixo de seu valor justo por um longo período de tempo (PÓVOA, 2012, pg. 7). A análise fundamentalista busca então, com o uso de projeções e comparações com ativos existentes, encontrar um preço justo para o ativo analisado (PÓVOA, 2012, pg. 7). A avaliação de ativos está, então, no centro da análise fundamentalista.

*O objetivo principal da Escola Fundamentalista é reduzir a imponderabilidade natural do cálculo do valor de um ativo. Ela busca, através de projeções individuais de futuro ou comparações com ativos já existentes, atingir um valor justo para o objeto em questão (PÓVOA, 2012, pg. 7).*

A análise fundamentalista consiste em uma análise mais aprofundada da empresa do que aquela realizada pelos analistas gráficos ou técnicos. A análise é feita com foco nos fundamentos da empresa e da economia em que essa está inserida. São analisadas as especificidades internas da empresa e como essa se relaciona com o ambiente econômico (PÓVOA, 2012, pg. 5).

*A Escola Fundamentalista trabalha com fundamentos macroeconômicos, setoriais e relativos especificamente a determinada empresa, com o objetivo de determinar um “valor justo” para esta. (PÓVOA, 2012, pg. 5).*

Existem duas abordagens que se pode ter em uma análise fundamentalista. A primeira delas é a chamada análise *top-down*. Essa análise prioriza o entendimento dos efeitos macroeconômicos sobre a empresa analisada, por acreditar que esses são os principais determinantes do valor da mesma. Essa abordagem não procura entrar em detalhes sobre como uma determinada empresa é afetada pelas mudanças no cenário, mas sim como um grupo de empresas com características semelhantes (mesmo setor de atividade, estrutura de capital semelhante, mesmo estágio de maturação, etc.) são afetadas (PÓVOA, 2012, pg. 9). Por exemplo, em um cenário de alta nos juros, essa abordagem não recomendaria a compra de ações de empresas que dependem do capital de terceiros para se financiar ou que fazem muitas vendas a prazo, visto que juros mais altos devem aumentar o custo de financiamento da empresa e

diminuir a propensão dos consumidores a fazerem compras a prazo. No entanto, não em um estudo dessa natureza não se procura investigar como uma empresa em especial conseguiria lidar com esse novo cenário.

Já a segunda abordagem, a análise *bottom-up*, dá prioridade às características mais específicas da empresa analisada para, com o auxílio de um modelo financeiro, calcular o seu valor justo (PÓVOA, 2012, pg. 9). Ou seja, para o mesmo exemplo anterior, a realização de uma análise *bottom-up* contemplaria uma investigação mais a fundo de como determinada empresa com necessidade de capital de terceiros poderia lidar com um cenário de alta nos juros, e se isso iria de fato afetar muito as suas operações e o seu valor, para depois fazer ou não uma recomendação de investimento em suas ações.

As duas abordagens da análise fundamentalista não são excludentes, mas sim complementares. Ao mesmo tempo que uma análise *top-down* não pode negligenciar completamente as características específicas das empresas que são parte de um grupo, uma análise *bottom-up* também não pode subestimar efeitos causados por mudanças macroeconômicas (PÓVOA, 2012, pg. 10).

*Muitos analistas costumam traçar uma dicotomia desnecessária entre o conceito top-down e bottom-up, como se fossem diametralmente excludentes, o que não é absolutamente verdade. As variáveis da análise top-down irão alimentar os modelos bottom-up. (PÓVOA, 2012, pg. 10).*

## 2.2 A AVALIAÇÃO DE ATIVOS (VALUATION)

### 2.2.1 Importância

No prefácio do livro de Aswath Damodaran intitulado “Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações”, Michael J. Mauboussin, professor adjunto da Columbia Business School e profissional do mercado financeiro, define a importância da avaliação de ativos:

*As bolsas de valores prestam serviços que parecem milagrosos. Elas permitem que se troque dinheiro de que não se precisa hoje por ações de uma empresa, com base na expectativa de fluxos de caixa futuros, cujo valor deve aumentar ao longo do tempo. É possível vender ações de uma empresa, trocando-as por dinheiro,*

*efetivamente transacionando o potencial futuro por determinada quantia hoje. Avaliação é o mecanismo por trás dessa capacidade de trocas dinheiro por direitos.* (DAMODARAN, 2014, pg. X).

Ou seja, a avaliação de ativos, a possibilidade de os precificar, é peça essencial no funcionamento dos mercados de capitais.

A avaliação de ativos está presente em muitas situações e são feitas em diversas etapas da vida de uma empresa (DAMODARAN, 2014, pg. 7). Para mencionar alguns momentos em que a avaliação de ativos tem um papel de destaque, é com base na avaliação do valor de um negócio, e de quanto esse pode gerar de retorno, que investidores definem quanto fornecerão de *funding* a novas empresas. É com base na avaliação do valor de uma empresa e na sua capacidade de pagamentos que credores definem quanto estão dispostos a emprestar a uma empresa. É também com base na avaliação do valor de um negócio que é determinado o preço inicial das ações de uma empresa em uma oferta primária de ações (*IPO*, na sigla em inglês).

Com isso, saber avaliar ativos é importante independente da corrente de pensamento que se segue dentro da análise financeira, seja a gráfica-técnica, seja a fundamentalista (DAMODARAN, 2014, pg. 5). Evidentemente que o papel da avaliação de ativos varia conforme variam as abordagens. No caso da análise fundamentalista, a avaliação de ativos está no centro de todo o processo analítico. No caso das análises gráficas-técnicas a avaliação dos ativos serve como um instrumento para entender melhor os movimentos e as tendências (DAMODARAN, 2014, pg. 5).

Um *valuation* bem feito permite que o investidor tome decisões embasadas, sem entrar na inércia de seguir o que os outros agentes do mercado estão fazendo. Uma análise desse tipo permite que se combata o sentimento de “os outros devem saber algo que eu não sei” quando ocorrem grandes movimentações no mercado. O *valuation* dá a chance do lado racional dos agentes de argumentar (DAMODARAN, Vídeo Aulas).

Segundo Póvoa, o *valuation*, a avaliação de ativos, permite que se reduza e subjetividade envolvida em algo naturalmente subjetivo, que é atribuição de valor a algo (PÓVOA, 2012, pg. 2). Dada a definição de um bom investimento exposta no início da seção 2.2.1 desse trabalho, saber o valor justo de algo é um ponto capital na realização de um bom investimento.

### 2.2.2 Tipos de valuation

Existem duas abordagens de avaliação de ativos que são mais comumente usadas. A primeira delas é a análise relativa, na qual o valor de um ativo é estimado com base na comparação do ativo em questão com outros ativos semelhantes. A segunda delas é a avaliação intrínseca, na qual o valor de um ativo é dado com base na análise específica dos seus fluxos de caixa futuros (DAMODARAN, 2014, pg. 4). No entanto, ambas as abordagens partem do mesmo pressuposto que rege toda análise fundamentalista: ativos que são negociados livremente (como ações de empresas) podem estar sendo precificados em discordância com o seu valor justo. A principal divergência entre as abordagens está, então, na maneira como elas acreditam que o mercado vai corrigir essas falhas (DAMODARAN, Vídeo Aulas).

A ideia por trás da abordagem relativa da análise de valor é que o mercado acerta na precificação da maioria dos ativos, mas pode cometer erros pontuais. Ou seja, na média as ações das empresas são negociadas a preços que refletem o seu valor, mas podem haver exceções (DAMODARAN, Vídeo Aulas). A ideia da abordagem, então, é comparar como empresas com características semelhantes estão sendo precificadas pelo mercado, para analisar se todas seguem a mesma tendência (DAMODARAN, Vídeo Aulas). Caso haja alguma ação que foge ao padrão, a tendência é que mais cedo ou mais tarde o mercado corrija esse erro, conforme os agentes vão percebendo o seu equívoco. Nesse sentido, encontrar uma empresa que está sendo precificada de forma diferente das suas semelhantes em algum momento, representa uma oportunidade de investimento, visto que se pode ter uma ideia de qual a tendência de movimento do preço dessa ação no futuro (convergir as suas semelhantes). Em geral, essa comparação entre as ações é feita com o uso de múltiplos financeiros, que são indicadores que permitem que se compare empresa de diferentes tamanhos.

Já na abordagem intrínseca de um valuation, busca-se determinar o valor justo de um ativo financeiro com base na sua expectativa de geração de caixa futura (DAMODARAN, 2014, pg. 4). Ou seja, nessa abordagem de valuation a avaliação do ativo é feita com base na observação de características específicas desse ativo, em contraste com a abordagem relativa, na qual a avaliação ocorre com base na comparação com outros papéis. Pode-se dizer que a abordagem intrínseca é voltada para dentro da empresa, enquanto a relativa é voltada para fora.

*Na avaliação intrínseca partimos de uma proposição simples: o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados pelo*

*bem ao longo de sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados.*  
(DAMODARAN, 2014, pg. 4).

Um dos meios, mas não o único, de se promover uma análise intrínseca de valor é usando o método do *Fluxo de Caixa Descontado (FCD)* que será abordado mais adiante. O resultado do procedimento será o valor justo para a empresa analisada. Esse pode ser comparado com o preço de mercado vigente do ativo para se possa ter uma recomendação de investimento ou não. A tendência é que no longo prazo, o preço de mercado convirja para o valor justo.

Apesar de suas divergências, é importante notar que as duas abordagens de avaliação de ativos apresentadas não são excludentes, e a combinação de ambas pode aumentar as chances de sucesso do investidor (DAMODARAN, 2014, pg. 5).

*A avaliação intrínseca oferece visão mais ampla dos fatores determinantes do valor de uma empresa ou ação, mas há ocasiões em que a avaliação relativa proporcionará estimativa mais realista do valor de mercado* (DAMODARAN, 2014, pg. 5).

### **2.2.3 Sobre a exatidão de um valuation**

*Desde o começo da vida, você aprende que, se seguir os passos certos, receberá a resposta correta e que, se a resposta for imprecisa, você deve ter feito algo errado. Embora a exatidão, em matemática ou física, seja uma boa medida de processo, esse critério é um mau indicador de qualidade em avaliação. Por vários motivos, as melhores estimativas do futuro não baterão com os números reais.*  
(DAMODARAN, 2014, pg. 9)

Ambas as abordagens de *valuation* apresentadas anteriormente, quando usadas para analisar investimentos, partem do pressuposto de que o mercado pode cometer erros de precificação em algum momento, mas que a tendência é que com o passar do tempo ocorra uma correção. Porém, o resultado de um valuation não pode ser encarado como uma verdade absoluta. Ou seja, não necessariamente com o passar do tempo o preço de uma ação, por exemplo, se direcionará ao valor justo encontrado na análise. É uma aposta. Isso ocorre por diversas razões.

Primeiramente, todo processo de avaliação de ativos, ainda que embasado por modelos matemáticos, é tendencioso (DAMODARAN, 2014, pg. 7). Em diversas etapas da realização

de um *valuation*, principalmente no caso de uma análise intrínseca, são necessários o uso de previsões do avaliador sobre o futuro da empresa, e essas refletem, em última instância, a opinião do mesmo acerca da empresa, introduzindo um caráter subjetivo à análise (DAMODARAN, 2014, pg. 7). Desse fato acarretam três problemas. O primeiro deles é que, por exigir opiniões pessoais do avaliador no processo, o resultado de uma análise pode variar de analista para analista. O segundo, é que, por fazer uso de fatores subjetivos em seu processo, pode-se manipular um *valuation* para se chegar a um resultado pré-determinado (dependendo da motivação e do interesse do avaliador). E terceiro, muito dificilmente as opiniões dos analistas serão formadas livre e exclusivamente por números da empresa analisada, e logo, elas são quase sempre viesadas. Raramente se começa a analisar uma empresa sem se saber absolutamente nada dessa, de forma que, mesmo antes de iniciado o processo de avaliação, o avaliador já pode possuir uma opinião pré-formada sobre o ativo. Ou seja, mesmo que o analista tente se manter o mais imparcial possível em uma avaliação, quase sempre haverá algum viés (DAMODARAN, 2014, pg. 7).

*Com muita frequência, já se tem opiniões sobre a empresa antes de se introduzir os números nos modelos e critérios adotados. Como seria de se esperar, suas conclusões tendem a refletir seus vieses.* (DAMODARAN, 2014, pg. 7).

Outra razão que podemos apontar para o insucesso de muitas avaliações em servir de previsões sobre o valor futuro de um ativo é que, mesmo sendo estritamente prático e focando primordialmente em números da empresa, o analista está fazendo previsões sobre cenários futuros em sua análise. No entanto, o futuro é incerto. Ou seja, por mais criteriosas e imparciais que as previsões do analista sejam, elas raramente vão estar totalmente acuradas. “O caminho visualizado [pelo analista] para a empresa pode mostrar-se absolutamente irrealista” (DAMODARAN, 2014, pg. 9). Além do que, empresas estão inseridas em um ambiente econômico, de forma que, como já visto anteriormente, é necessário que se considere o comportamento futuro dessa economia e seus efeitos sobre a empresa para que se possa fazer projeções sobre o futuro. Porém, fazer previsões sobre o futuro de uma economia é ainda mais complicado, visto que essa está sujeita a choques externos que podem mudar completamente o seu rumo (DAMODARAN, 2014, pg. 9).



*Mesmo que a empresa evolua exatamente conforme as expectativas, o ambiente macroeconômico está sujeito a mudanças acentuadas, tornando rumos imprevisíveis. (DAMODARAN, 2014, pg. 9).*

Por essas e por outras, que a avaliação de um ativo não deve ser julgada como se mostrasse um resultado exato. O *valuation* não é uma ciência exata (DAMODARAN, 2014, pg. 9). O objetivo ao realizar uma avaliação de um ativo financeiro não deve ser atingir um só valor, mas uma região segura, adotando diversos cenários, para o valor desse (PÓVOA, 2012, pg. 2).

*O objetivo mais importante do avaliador é, através do uso de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região para o preço do ativo. (PÓVOA, 2012, pg. 2).*

*O analista não deve buscar grande precisão em um único preço-alvo, mas entender que, devido ao número de variáveis envolvidas, é mais importante determinar com segurança as regiões de compra e venda do que chegar a pontos específicos. (PÓVOA, 2012, pg. 8)*

### 2.3 O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

*Todo ativo tem um valor intrínseco que deve ser comparado com o preço corrente para a definição da recomendação de compra ou venda. Bem Graham (citação famosa, sem fonte).*

Como mostrado anteriormente, na seção 2.2.2 desse trabalho, a avaliação intrínseca de empresas é aquela que procura determinar o valor de uma empresa com base na análise de seus fundamentos. Nenhum fundamento de uma empresa é mais importante do ponto de vista de um acionista do que a capacidade da mesma de gerar caixa. Quanto mais caixa uma empresa conseguir gerar, quanto maiores os seus fluxos de caixa, mais recursos ela terá para investir em seu crescimento ou para remunerar seus acionistas (PÓVOA, 2012, pg. 4).

*O objetivo de uma empresa (não beneficente) é, primordialmente, gerar lucros que se transformem em caixa para os seus acionistas. (...). Portanto, o valor justo de uma empresa para os seus donos – os chamados acionistas – representa o que ela pode gerar de retorno no futuro expresso em valores de hoje. (PÓVOA, 2012, pg. 3)*

Com base nessa teoria que o método do *Fluxo de Caixa Descontado (FCD)* aparece como artifício mais utilizado na realização de análises de valor intrínseco (PÓVOA, 2012, pg. 96).

### 2.3.1 Conceito de Fluxo de Caixa

Assaf Neto define o conceito de fluxo de caixa como:

*Acréscimo líquido ao caixa calculado pela diferença entre as receitas de caixa e as despesas desembolsáveis. As decisões de investimento são avaliadas por sua capacidade de gerar caixa (cash flow). O fluxo de caixa exprime a capacidade de pagamento de uma empresa. (NETO, 2010, pg. 687).*

Ou seja, o fluxo de caixa de uma empresa mostra o quanto ela recebeu de caixa, líquido do quanto ela teve que desembolsar, em um determinado período de tempo. Como para os acionistas e credores de uma empresa o que interessa é que a entidade tenha caixa o suficiente para remunerá-los corretamente, é coerente que o valor das empresas para essas partes seja calculado com base na sua capacidade de geração de caixa.

Um questionamento natural quando se começa a estudar as avaliações de valor intrínseco é o porquê de o fluxo de caixa ser um melhor indicador de quanto valor a empresa está gerando para os seus acionistas do que o lucro líquido. As razões da escolha do fluxo de caixa e não do lucro para tais avaliações são principalmente três. A primeira é que no cálculo do lucro líquido de uma empresa são subtraídas despesas que não correspondem a saídas de caixa, como a depreciação e amortização. Essas despesas são consideradas no cálculo do lucro líquido por questões contábeis, mas não deixam de ser um caixa que a empresa tem a sua disposição ao final do exercício (DAMODARAN, 2014, pg. 36). A segunda razão é que o caixa gasto com investimentos (o chamado *CAPEX*), também por razões contábeis, não é subtraído do lucro líquido de uma empresa. O resultado é o inverso do caso anterior, o lucro líquido fica inflado de um caixa que a empresa não tem disponível (DAMODARAN, 2014, pg. 37). E a terceira razão que deve ser apontada para o uso do fluxo de caixa, é que no Demonstrativo de Resultados (DRE) de uma empresa as despesas e as receitas respeitam o chamado *regime de competência* contábil. Ou seja, tanto as despesas quanto as receitas são contabilizadas mediante a ocorrência de um fenômeno (uma venda ou uma compra), e não mediante o

recebimento/efetuação do pagamento correspondente. Com isso, ao final de um exercício, uma empresa pode ter o seu lucro líquido inflado com receitas que ainda não recebeu, e que, portanto, não representam um caixa disponível; ao mesmo tempo que essa empresa pode ter seu lucro reduzido por pagamentos que ainda não efetuou, e que representam um caixa disponível. A tendência é que, com o passar do tempo, a empresa acerte essas contas com seus clientes e fornecedores, porém, quando essas receitas/despesas são contabilizadas na competência elas não respeitam o conceito o valor do dinheiro no tempo, e seus impactos podem ser sub ou sobrestimados (PÓVOA, 2012, pg. 102). Portanto, o fluxo de caixa de uma empresa é um indicativo melhor do quanto de valor ela gerou para os seus acionistas em um período do que o lucro líquido.

### **2.3.2 O Fluxo de Caixa Descontado**

O método do *Fluxo de Caixa Descontado (FCD)* é considerado o mais completo dentre os instrumentos de precificação de ativos, por isso é a técnica mais usada por analistas para determinar o valor intrínseco de um ativo financeiro ou de uma empresa (PÓVOA, 2012, pg. 96). O método baseia em projetar as gerações de caixa de um determinado ativo no futuro, e trazê-las para o valor presente com o uso de uma taxa de desconto que reflita todos os riscos envolvidos na geração desse caixa. O resultado é o preço justo do ativo, no presente.

*Nas avaliações baseadas em fluxos de caixa descontados, desconta-se ou traz-se a valor presente os fluxos de caixa por meio de uma taxa de desconto ajustada ao risco. (DAMORADAN, 2014, pg. 34).*

*O valor de uma companhia corresponde ao somatório de todo caixa gerado no médio-longo prazo, trazido para o valor presente por uma taxa de desconto que representa o chamado retorno exigido pelo investidor. (PÓVOA, 2012, pg. 96)*

**Fórmula 2.1:** Valor presente de uma empresa

$$VP = \frac{FC_1}{(1+r)^1} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \frac{FC_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n} + \frac{FC_n \times (1+gp)}{(rp-gp) \times (1+r)^n}$$

onde:

FC = Fluxo de caixa no período

r = Taxa de desconto para o período

gp = Taxa de crescimento na perpetuidade

rp = Taxa de desconto na perpetuidade

Fonte: Póvoa (2012). Adaptado pelo autor.

A realização de uma análise de fluxo de caixa descontado para encontrar o valor de uma empresa possui duas principais etapas. A primeira delas é a projeção dos fluxos de caixa dessa empresa para o futuro, com base em uma taxa de crescimento compatível com os investimentos realizados pela empresa. A segunda etapa é trazer esses fluxos de caixa projetados para o valor presente, com o uso de uma taxa de desconto que reflita todos os riscos envolvidos na geração desse caixa (PÓVOA, 2012, pg. 4).

Uma análise de fluxo de caixa descontado deve ser o suficiente para estimar o valor justo de uma empresa, e logo de suas ações. O FCD tem, nas suas estimativas de comportamento dos fluxos de caixa gerados pela empresa e nos seus riscos associados, todos os aspectos qualitativos da empresa refletidos (DAMODARAN, 2014, pg. 54).

*O valor intrínseco de uma empresa reflete seus fundamentos. Estimativas de geração de caixa, crescimento e risco, tudo está embutido nesse valor, e a eles se devem acrescentar todos os outros fatores qualitativos que, em geral, estão associados às altas avaliações, como excelente equipe gerencial, tecnologia superior e marca tradicional e duradoura. Não há necessidade de adornos na avaliação intrínseca bem-feita. (DAMODARAN, 2014, pg. 54).*

### 2.3.3 Avaliação da Firma versus Avaliação do Patrimônio Líquido

Como visto anteriormente, para se precificar uma empresa baseia-se na sua capacidade de geração de caixa, visto que quanto mais caixa uma empresa gera, mais recursos ela tem disponível para remunerar seus *stakeholders*. O caixa de uma empresa é gerado pelos seus ativos, e o seu total de ativos têm de ter sido financiado ou por capital próprio ou por capital de terceiros (dívidas). Ou seja, em última instância, existe uma parte do caixa gerado pelos ativos de

uma empresa que está comprometido com o pagamento de dívidas, e que então não pode ser usado para remunerar os acionistas dessa empresa. Pode-se dizer que essa geração de caixa pertence aos credores da empresa, e o restante do caixa gerado pertence aos seus acionistas.

Dessa forma, existem duas abordagens para se aplicar a técnica do *fluxo de caixa descontado* na precificação de uma empresa, que variam dependendo do objetivo do avaliador. A primeira delas é a chamada avaliação da firma, a qual considera na análise todo o caixa gerado pela empresa, seja a finalidade dele remunerar credores ou os acionistas. O resultado dessa análise será o valor total da empresa, contemplando tanto a parte que pertence aos acionistas, quanto a parte que pertence aos credores. A segunda abordagem é a avaliação do patrimônio líquido da empresa, a qual utiliza apenas o caixa gerado pela empresa que tem a finalidade de remunerar os acionistas. O resultado dessa análise, por sua vez, será o valor apenas da parte da empresa que pertence aos acionistas, o patrimônio líquido (DAMODARAN, 2014, pg. 34). O valor justo do patrimônio líquido de uma empresa dividido pelo total de ações emitidas resulta no valor justo para as ações dessa empresa (DAMODARAN, 2014, pg. 52).

### **2.3.3.1 Avaliação da firma**

*Para avaliar toda a empresa, desconte o saldo dos fluxos de caixa antes do pagamento das dívidas (geração de caixa para a empresa) pela totalidade do custo de financiamento dos ativos, abrangendo capital próprio e capital de terceiros (custo de capital total). (DAMODARAN, 2014, pg. 34).*

Quando avaliando o valor de uma empresa como um todo, devemos, portanto, considerar toda a geração de caixa dessa empresa, independentemente se esse recurso é destinado a acionistas ou credores (DAMODARAN, 2014, pg. 38). Essa geração de caixa recebe o nome de Geração de Caixa Livre para a Empresa (GCLE) ou Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF, na sigla em inglês).

*A geração de caixa para a empresa é o caixa que sobrou depois dos impostos e dos atendimentos de todas as necessidades de reinvestimento, mas antes do pagamento de juros e da amortização do principal das dívidas. (DAMODARAN, 2014, pg. 38)*

O FCFF representa todo o caixa disponível para a empresa remunerar seus *stakeholders*, sejam eles quem forem. Para calculá-lo deve-se partir do *Fluxo de Caixa das*

*Atividades Operacionais* da empresa no período, que é o quanto de caixa a empresa gerou com suas atividades ordinárias. Desse caixa, subtraísse o *Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento*, que é o quanto do caixa gerado a empresa reinvestiu em suas operações. Subtraísse também a variação no caixa da empresa ocorrida nesse período, que é o quanto do caixa gerado a empresa decidiu manter guardado. Por fim, adiciona-se a essa geração de caixa as despesas da empresa com pagamento de juros (despesas financeiras). Faz-se isso pois nessa análise se busca avaliar o valor da empresa como um todo, inclusa a parte dela que pertence aos credores, portanto, os credores não foram ainda remunerados. O restante da geração de caixa após essas operações é o *Fluxo de Caixa Livre para a Firma* (PÓVOA, 2012, pg. 151).

**Fórmula 2.2:** Fluxo de caixa livre para a firma

$$\begin{aligned}
 & (+) \text{ Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais} \\
 & (-) \text{ Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento} \\
 & \underline{(-) \text{ Variação em Caixa \& Equivalentes de Caixa}} \\
 & (=) \text{ Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)}
 \end{aligned}$$

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como estamos avaliando o valor no presente de toda a geração de caixa futura da empresa disponível para remunerar as partes relacionadas, a taxa de desconto a se usar deve refletir todos os riscos presentes nessa geração, sejam eles referentes aos credores ou aos acionistas. Essa taxa de desconto é dada pelo *custo médio ponderado do capital* da empresa, que contempla tanto o custo do capital de terceiros como o custo de capital próprio da mesma, e que refletem, respectivamente, os riscos referentes aos credores e os riscos referentes aos acionistas (PÓVOA, 2012, pg. 231). O resultado, portanto, do desconto do FCFF projetado pelo custo de capital total, é o valor presente da empresa como um todo.

Com essa análise, para se encontrar o valor justo da ação da empresa, necessita-se fazer mais alguns ajustes. Primeiro, deve-se subtrair do valor encontrado o total da dívida bruta da empresa no presente, que é a parte da empresa pertencente aos seus credores. Segundo, deve-se dividir o resultado da operação anterior, que é o valor do patrimônio líquido da empresa, pelo número de ações negociadas pela mesma. (DAMODARAN, 2014, pg. 52).

### 2.3.3.2 Avaliação do patrimônio líquido

*Para avaliar o patrimônio líquido (capital próprio) diretamente, desconte o saldo dos fluxos de caixa depois do pagamento das dívidas (geração de caixa para o patrimônio líquido) pelo custo de capital próprio. (DAMODARAN, 2014, pg. 24).*

Já na avaliação do patrimônio líquido de uma empresa, deve-se considerar apenas o caixa gerado que não está comprometido com o pagamento de credores, ou seja, apenas o caixa gerado que pertence aos acionistas. Essa geração de caixa recebe o nome de Geração de Caixa Livre para o Patrimônio Líquido (GCLPL) ou Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE, na sigla em inglês).

O procedimento para se calcular a FCFE é muito parecido com o apresentado para cálculo do FCFF. A única diferença é que não se adiciona à geração de caixa as despesas com pagamentos de juros. Como os credores são tratados como partes externas nessa análise, a sua remuneração ocorre de forma normal (PÓVOA, 2012, pg. 138)

**Fórmula 2.3:** Fluxo de caixa livre para o acionista

- (+) Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais
- (-) Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento
- (+) Despesas Financeiras
- (-) Variação em Caixa & Equivalentes de Caixa
- (=) Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)

Fonte: Elaborado pelo autor.

O resultado será o *Fluxo de Caixa Livre para o Acionista*, que é, em última instância o quanto a empresa poderia distribuir em dividendos para os seus acionistas, o chamado *dividendo potencial* (DAMODARAN, 2014, pg. 35).

Nessa análise, na hora de eleger a taxa de desconto para os fluxos de caixa, necessita-se considerar apenas os riscos relacionados aos acionistas. Ao não adicionar o pagamento de juros para no cálculo do FCLE, os credores já foram remunerados e, portanto, não possuem mais direitos ou riscos na operação (DAMORADAN, Vídeo Aulas). O risco referente aos acionistas é dado pelo *custo de capital próprio* da empresa. O resultado, portanto, do desconto do FCFE projetado pelo custo de capital próprio é o valor justo para o patrimônio líquido da empresa. Com isso, para se chegar ao valor justo para ação da empresa deve-se, simplesmente,

dividir esse valor encontrado pelo número de ações emitidas pela empresa (DAMODARAN, 2014, pg. 52).

### **2.3.4 Os principais elementos do FCD**

Apresentado o método do fluxo de caixa descontado e as duas maneiras de usá-lo para encontrar o valor justo para a ação de uma empresa, fica evidente um dos principais elementos do processo: a taxa de desconto que se deve usar para trazer os fluxos de caixa da empresa para o presente. Além desse primeiro, existe também um segundo elemento de suma importância para a aplicação do método apresentado: o valor terminal da empresa.

#### **2.3.4.1 Taxa de desconto**

A taxa de desconto utilizada no FCD busca representar o retorno mínimo exigido pelo investidor (PÓVOA, 2012, pg. 96). Ou seja, ela busca estimar quanto um investidor exige de retorno mínimo para correr os riscos presentes no investimento. A taxa de desconto, portanto, serve para ponderar a geração de caixa de uma empresa aos os riscos envolvidos em sua geração.

*Os fluxos de caixa mais arriscados devem ter um valor mais baixo do que os fluxos de caixa menos arriscados ou mais estáveis.* (DAMODARAN, 2014, pg. 14)

Tendo isso em mente, é natural que a taxa de desconto também mude conforme a abordagem do FCD, visto que as parte interessadas também se alteram (DAMODARAN, 2014, pg. 40).

*A definição de risco depende de se estar avaliando a empresa ou simplesmente o patrimônio líquido. Quando se avalia a empresa, considera-se o risco das operações da empresa. Quando se avalia o patrimônio líquido, considera-se o risco do investimento de capital próprio da empresa.”* (DAMODARAN, 2014, pg. 40).

Quando calculando o valor do patrimônio líquido da empresa, deve-se considerar apenas os riscos pertencentes aos acionistas dessa empresa. Ou seja, deve-se considerar apenas os riscos relacionados à geração de caixa que interessa aos acionistas, o *Fluxo de Caixa Livre*



*para os Acionistas*. Esse risco, como já mencionado, é dado pelo custo do capital próprio (*CPP*, ou *COE* na sigla em inglês) (DAMODARAN, 2014, pg. 40). O custo do capital próprio expressa, então, qual o retorno mínimo que os FCFE têm de gerar para tornar atrativo que um investidor corra o risco de comprar ações da empresa.

Para calcular o *custo do capital próprio* de uma empresa são necessários três elementos. O primeiro deles é a chamada *taxa livre de risco (TLR)*, que representa o retorno que se é possível conseguir ao investir em um ativo com risco estimado zero. Em geral, usam-se taxa de juros praticadas por bancos centrais para determinar tal taxa, visto que esses são os órgãos que menos provavelmente darão calotes em seus credores (DAMODARAN, 2014, pg. 41). O segundo item é o *prêmio de risco da ação (PRA)*, que é o retorno médio que investidores exigem para investir em ações, um ativo mais arriscado, ao invés de investir em títulos livres de risco. Em geral, usam-se dados históricos para a estimativa do *PRA* (DAMODARAN, 2014, pg. 41). E o terceiro item é o *coeficiente beta* da ação da empresa em questão. Esse coeficiente mostra de que forma a ação é afetada pelos movimentos do mercado (DAMODARAN, 2014, pg. 41). De certa forma, pode-se dizer que esse coeficiente mostra quanto do prêmio de risco médio do mercado a ação em questão costuma entregar. O coeficiente beta também é calculado com base em dados históricos (DAMODARAN, 2014, pg. 41).

#### **Fórmula 2.4:** Custo do capital próprio

$$COE = TLR + (beta \times PRA)$$

Fonte: Damodaran (2014)

Já no caso de uma avaliação da firma como um todo, deve-se considerar tanto o retorno mínimo exigido pelos acionistas quanto o retorno mínimo exigido pelos credores (DAMODARAN, 2014, pg. 40). O retorno mínimo exigido pelos credores representa o quanto os agentes exigem de retorno para correr os riscos relacionados a emprestar dinheiro para a empresa, e é dado pelo *custo do capital de terceiros (COD)*, na sigla em inglês). O COD expressa o risco enxergado pelos credores na geração do caixa que seria destinado a pagamento de seus empréstimos (DAMODARAN, 2014, pg. 43).

A exemplo do *COE*, para se calcular o *COD* também são necessários três itens. O primeiro deles é novamente a *taxa livre de risco* (DAMODARAN, 2014, pg. 43). O segundo deles é o chamado *spread da inadimplência* que representa quanto os credores acrescem à taxa

livre de risco para compensar o risco de não serem pagos (DAMODARAN, 2014, pg. 43). O *spread da inadimplência* pode ser estimado com base na avaliação de rating dos títulos de dívidas emitidos por essa empresa, feito por agência de risco, ou com base no *índice de cobertura das despesas financeiras*, que mostra o quanto das suas despesas financeiras a empresa conseguiria quitar usando o seu lucro operacional (DAMODARAN, 2014, pg. 43). E o último item necessário para cálculo do COD é alíquota tributária, visto que pagamentos de despesas financeiras são dedutíveis dos impostos pagos pela empresa (DAMODARAN, 2014, pg. 44)

**Fórmula 2.5:** Custo do capital de terceiros.

$$\text{COD} = (\text{TLR} + \text{Spread da Inadimplência}) \times (1 - \text{Aliquota tributária})$$

Fonte: Damodaran (2014)

Na prática, para simplificar, uma boa estimativa do *custo do capital de terceiros* de uma empresa é dada pela razão entre as *despesas financeiras* dessa empresa e a sua *dívida bruta*. O resultado pode ser visto como uma taxa de juros particular da empresa, ou, de mesma forma, o seu custo para captar capital de terceiros.

Tendo o COD e o COE, deve-se ponderá-los conforme participação dos financiamentos por capital de terceiros e capital próprio, respectivamente, na estrutura de capital da empresa. O resultado disso será o *custo de capital total da empresa* (WACC, na sigla em inglês), e que representa, portanto, uma taxa de desconto que considera tanto os riscos presentes na geração de caixa destinada aos acionistas, quanto os presentes na geração de caixa destinada ao pagamento dos credores (DAMODARAN, 2014, pg. 45). O WACC é a taxa de desconto que se deve usar em um FCD para a firma.

**Fórmula 2.6:** Fórmula do WACC

$$\text{WACC} = \left( \text{COE} \times \left( \frac{\text{PL}}{\text{Div. Brut} + \text{PL}} \right) \right) + \left( \text{COD} \times \left( \frac{\text{Div. Brut}}{\text{Div. Brut} + \text{PL}} \right) \right)$$

Fonte: Damodaran (2014). Adaptado pelo autor.

#### 2.3.4.2 Valor terminal

Quando aplicando a técnica do fluxo de caixa descontado para avaliar uma empresa, não é viável que se projete os fluxos de caixa anuais gerados por essa entidade até o fim de sua existência, até mesmo porque não se pode saber até quando funcionará uma companhia. Além disso, após cinco anos de projeção, as estimativas de gerações de caixa passam a se tornar bastante incertas, ao passo que, mesmo que fosse possível saber até quando funcionaria uma empresa, não seria possível estimar com acurácia as suas gerações de caixa por muitos períodos (PÓVOA, 2012, pg. 113).

*Acreditamos que um bom e experiente analista consiga estimar com competência, dadas as informações existentes, em média, os cinco anos seguintes da vida da empresa, construindo alguns cenários diferentes que produzirão valores finais para o fluxo de caixa descontado em situações otimistas, médias e pessimistas. Mesmo nos primeiros cinco anos, a precisão vai diminuindo gradativamente. A partir do sexto ano, o grau de subjetividade começa a aumentar exponencialmente. (PÓVOA, 2012, pg. 113)*

Dessa forma, quando se realiza o *valuation* de uma empresa com o *FCD* se supõem que essa funcionará para sempre. Para fazer isso se estimam as gerações de caixa por um determinado momento e depois se projeta um *valor terminal*, que representa o valor de todos os fluxos de caixa gerados após o período da análise (DAMODARAN, 2014, pg. 48).

*As empresas de capital aberto podem, ao menos em teoria, durar para sempre. Como não podemos estimar os fluxos de caixa para sempre, geralmente adotamos um limite nos modelos de avaliação, interrompendo nossas estimativas de fluxo de caixa em algum momento do futuro e, em seguida, calculando um valor terminal que reflita o valor estimado [para a empresa] naquele ponto. (DAMODARAN, 2014, pg. 48)*

A maneira mais usual de se estimar esse valor terminal é assumindo uma taxa de crescimento perpétua constante para os fluxos de caixa da empresa após determinado momento, assumindo que esse será o crescimento anual dos fluxos de caixa daquele ponto em diante

(DAMODARAN, 2014, pg. 49). Com isso, o valor terminal de uma empresa em determinado momento pode ser encontrado da seguinte forma:

**Fórmula 2.7:** Valor terminal

$$\text{Valor terminal} = \frac{FC_n \times (1 + gp)}{(rp - gp) \times (1 + r)^n}$$

onde:

$FC_n$  = Fluxo de caixa no último período de projeção

$r$  = Taxa de desconto para o último período de projeção

$gp$  = Taxa de crescimento na perpetuidade

$rp$  = Taxa de desconto na perpetuidade

Fonte: Póvoa (2012).

Esse valor terminal encontrado deve ser trazido ao valor presente, usando a taxa de desconto adotada no modelo, como um fluxo de caixa no último ano de projeção.

O valor terminal de uma empresa geralmente representa mais da metade do valor justo encontrado para uma empresa com a aplicação do *FCD*. Uma consequência disso é que muito do sucesso do modelo acaba recaindo sobre as estimativas das variáveis utilizadas no cálculo desse valor, de forma que se deve tomar extremo cuidado ao estima-las (PÓVOA, 2012, pg. 119).

*[A] fase da perpetuidade, (...) em geral, responde por participação superior a 50% (média de 60%) no valor final de uma companhia, calculado a partir do fluxo de caixa descontado. (...) Relegar a segundo plano a análise das premissas e cálculo do valor de uma empresa na fase perpétua consiste em um erro comum que pode comprometer os resultados do trabalho do analista. (PÓVOA, 2012, pg. 119).*

Para garantir então uma boa estimativa do valor terminal, existem duas características da fase de perpetuidade de uma empresa que se deve respeitar. A primeira delas é que muito dificilmente uma empresa pode crescer mais na perpetuidade do que a economia em que ela está inserida (PÓVOA, 2012, pg. 123). Assumir que uma empresa cresce *ad aeternum* mais do que a economia em que está inserida, é assumir que em determinado ponto no futuro ela seria maior do que economia em questão, o que não é uma hipótese razoável. O crescimento da

economia não deve ser um limitador para a taxa de crescimento de uma empresa na perpetuidade, visto que o crescimento de uma economia é a média do crescimento de todas as entidades ali presente, mas serve como um bom indicador (PÓVOA, 2012, pg. 123).

A segunda característica da perpetuidade de uma empresa que deve ser respeitada, é que raramente uma empresa terá um retorno sobre o investimento muito maior que seu custo de capital durante essa fase. Ou seja, no caso da avaliação do patrimônio líquido de uma empresa, o *ROE* da perpetuidade não pode ser muito acima do *COE*; enquanto na avaliação da firma, o *ROA* não deve ser muito superior ao *WACC* (PÓVOA, 2012, pg. 119). A razão disso é que, caso uma empresa tivesse por um longo período de tempo um retorno sobre seu investimento muito acima de seu custo de captação de recursos, isso motivaria a entrada de novos players nesse setor, que seriam atraídos por esse retorno extraordinário. A entrada desses players aumentaria a concorrência, e tenderia a aumentar o custo de captação de recursos ou diminuir o retorno sobre os investimentos (PÓVOA, 2012, pg. 119). Existem casos em que essa regra pode ser desconsiderada, como no caso de empresas com barreiras de entrada a competidores muito fortes em seu setor de atuação, ou empresas com muito valor gerado por ativos intangíveis, mas são poucos os casos (PÓVOA, 2012, pg. 119).

*Na média, os retornos sobre o equity ou sobre o capital total devem estar, respectivamente, próximos ao COE e ao WACC. Cabe lembrar que, nas projeções anuais, qualquer spread (positivo ou negativo), por maior que seja, é justificável, raciocínio que não se replica para a fase perpétua, em que essa condição deve ser atribuída somente a casos excepcionais.* (PÓVOA, 2012, pg. 122).

### **2.3.5 Casos em que o Fluxo de Caixa Descontado é de difícil aplicação.**

O método do *fluxo de caixa descontado* é designado para avaliar exclusivamente ativos que geram caixa, como empresas. Não se deve aplicar o método para avaliar, por exemplo, o valor de determinada quantidade de ouro. Dessa forma, analistas costumam usar o método para mensurar o valor justo de empresas, principalmente as negociadas em bolsa (PÓVOA, 2012, pg. 37). No entanto, existem casos em que a aplicação do *FCD* para avaliação empresas é dificultada.

O primeiro caso em que a aplicação do *FCD* é mais complicada é no caso de empresas de capital fechado. Apesar de ser bastante utilizada para esse fim, avaliações como essas necessitam de maior atenção do analista. A principal dificuldade está na determinação da taxa

de desconto. O primeiro motivo para isso é que investimentos em empresas fechadas são menos líquidos (mais difíceis de se voltar atrás), o que aumenta o risco da operação, e logo, a taxa de desconto a ser usada no *FCD*. O segundo motivo é que investimentos desse tipo demandam, em geral, maior volume, o que dificulta a diversificação do portfólio de investimentos do investidor, aumentando também o risco resultante da operação (PÓVOA, 2012, pg. 129). Com essas duas peculiaridades, a taxa de desconto para a avaliação de uma empresa de capital fechado com o uso do *FCD* sofre a influência de fatores que não existem na determinação da mesma para a avaliação de empresas de capital aberto.

Outro caso de difícil aplicação do *FCD* é no caso da avaliação de empresas à beira da falência. Essas empresas normalmente apresentam fluxos de caixa negativos, e é difícil determinar quando (e se) haverá uma reversão. Além disso, mesmo que se consiga projetar quando a empresa vai conseguir mudar o seu momento, para inserir isso no modelo do *FCD* será necessário a projeção de muitos períodos, para que se consiga avaliar mais corretamente esse processo de recuperação. No entanto, quanto mais períodos o analista tem de usar em sua projeção, maior a incerteza, e menos acurada a avaliação (PÓVOA, 2012, pg. 125).

O terceiro caso que podemos mencionar é na avaliação de empresas novas ou com elevados níveis de investimentos. A razão dessa dificuldade é que essas empresas também podem apresentar fluxos de caixa negativos por um período, dados os grandes investimentos. É difícil prever quando haverá uma reversão na política de investimentos da empresa, logo é difícil prever os fluxos de caixa se tornarão positivos. E, novamente, a necessidade de conseguir medir o efeito dessa mudança de política demanda uma projeção dos fluxos de caixa da empresa por mais períodos, resultando mais uma vez no problema da menor acurácia. O comportamento dos números das empresas de crescimento acelerado são também mais imprevisíveis, dificultando ainda mais a análise dessas pelo *FCD* (PÓVOA, 2012, pg. 126).

E um quarto e último caso de dificuldade de aplicação do fluxo de caixa descontado para precificação de empresas que necessita ser mencionado é na avaliação de empresas inseridas em setores cíclicos. Setores cíclicos são aqueles que têm sua performance bastante afetada pelo comportamento da economia. Com isso, para se conseguir projetar o comportamento dos fluxos de caixa de uma empresa em um setor com essas características, é necessário que se projete o comportamento da economia em que essa entidade está inserida. No entanto, fazer previsões sobre o futuro de uma economia é de extrema dificuldade, visto que economias estão sujeitas a choques externos que podem mudar bruscamente o seu comportamento (PÓVOA, 2012, pg. 126).

### 3. APRESENTAÇÃO DA LOJAS RENNER S.A.

A Lojas Renner S.A. é uma das maiores varejistas de moda do Brasil. A empresa possui três marcas de lojas: Renner, Camicado e Youcom; além de também vender seus produtos online. A empresa também oferece serviços financeiros para seus consumidores, como crédito pessoal e empréstimos, buscando financiar a compra de seus produtos para seus clientes.

A Lojas Renner foi fundada em 1922, no Rio Grande de Sul, como uma indústria de produção têxtil. Em 1940 passou a operar como uma loja de departamentos, e apenas na década de 1990 se tornou uma loja de departamentos especializada em moda. A empresa abriu seu capital em 1967, e em 1998 passou a ser uma controlada do grupo americano J. C. Penney. Durante os anos de subsidiária do grupo americano, pôde gozar de fácil acesso a fornecedores estrangeiros, ao mesmo tempo que pôde modernizar suas práticas de gestão. Em 2005, com a venda de suas ações por parte da J. C. Penney, a Lojas Renner se tornou a primeira corporação brasileira, ao ter todas as suas ações negociadas na bolsa de valores. Nesse modelo, as diretrizes do negócio são dadas por um Conselho Administrativo, o qual é 75% composto por conselheiros independentes. A Renner integra um seleto grupo de empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa dentro da BM&FBovespa, o chamado Novo Mercado. Desde de 1992, a empresa tem como seu Diretor Executivo o gaúcho José Galló, o qual é famoso por ser um gestor bastante centralizador e participativo nas decisões da empresa em diferentes níveis hierárquicos.

No âmbito das operações, a Lojas Renner é famosa por ter sido pioneira na adoção de algumas práticas dentro de varejo de vestuários brasileiro. Primeiramente, a Renner foi a primeira loja a medir a satisfação de seus clientes na porta de suas lojas. A prática é um reflexo da visão da empresa de “encantar a todos”, o que significa tentar satisfazer o consumidor não apenas com produtos de qualidade, mas com uma experiência de compra agradável. Um segundo ponto em que a Lojas Renner foi pioneira em suas operações, foi na forma de distribuição dos seus produtos dentro das lojas. Diferentemente do que é feito por muitas lojas de roupas, a Renner não separa seus itens por categoria (camisa, calça, bermuda, etc.), mas por *lifestyle*. Todos os produtos comercializados pela Renner se encaixam em algum dos cinco estilos de vida que a empresa entende como sendo os de seu público alvo. Na loja, então, os produtos são agrupados por esses estilos, o que facilita que o consumidor encontre aquilo que gosta. Foi dessa prática que surgiu o slogan da companhia: “Você tem um estilo, a Renner tem todos”.

### 3.1 NEGÓCIOS

- **Lojas Renner:** são o carro chefe da companhia. São lojas de departamento focadas em moda e que têm o público feminino das classes B e C como seu principal alvo, mas comercializam também produtos para o gênero masculino e produtos infantis. Além de roupas, a Renner vende também acessórios e perfumes. A marca “Renner” é uma das mais valiosas marcas do varejo brasileiro e da América Latina, sendo constantemente colocada em topos de rankings que analisam valores de marcas do setor. Ao final de 2014, a empresa contava com 248 lojas Renner em funcionamento, totalizando uma área de vendas de 455.700 m<sup>2</sup>. Os produtos com a marca “Renner” são também comercializados online.
- **Lojas Camicado:** empresa adquirida em 2011, fruto do interesse da Lojas Renner S.A. de diversificar suas atividades, mas sem usar a marca “Renner”. É a maior varejista de casa e decoração brasileira. Contava com 59 lojas ao fim de 2014, representando uma área de vendas de 27.600 m<sup>2</sup>.
- **Lojas Youcom:** lançada em 2013 com o nome “Blue Steel”, que era a linha de roupas da Renner mais vendida dentro das suas lojas tradicionais. Representa uma tentativa da companhia de expandir seus negócios usando lojas menores, fruto do entendimento de que não há mais tanto espaço para expansão de lojas de grande porte, como são as lojas tradicionais do grupo. Direciona suas vendas ao público jovem, entre 18 e 35 anos, da classe média. Tinha 25 lojas em atividade ao final de 2014, representando 3.300 m<sup>2</sup> de área de vendas.
- **Produtos financeiros:** com o objetivo de alavancar as vendas a fidelizar clientes, a Lojas Renner oferece também alguns serviços financeiros para seus clientes. Os principais produtos financeiros oferecidos são os cartões de crédito, como o “Cartão Renner”, que fornece melhores opções de parcelamento para compras feitas utilizando o mesmo. Em 2014, as compras feitas utilizando o “Cartão Renner” representaram 49,7% das vendas totais realizadas pela companhia, e podem ser utilizados tanto nas lojas de marca Renner, como nas Lojas Camicado. Além de cartões, são oferecidos pela empresa também empréstimos pessoais e seguros. Além de fidelizar os clientes e alavancar as vendas, os produtos financeiros vendidos pela Renner também contribuem de forma significativa em seus resultados, por meio da cobrança de juros em algumas



operações. Em 2014, os produtos financeiros foram responsáveis por 11,01% da receita líquida da companhia.

### 3.2 SETOR DE ATUAÇÃO

O setor do varejo de vestuários no Brasil, do qual a Lojas Renner S.A. é parte, cresceu bastante nos últimos 10 anos. As razões desse crescimento foram principalmente a prosperidade econômica vivida até 2012, a expansão da oferta de crédito à classe C, e a maior participação da mulher no mercado de trabalho. Todos esses fatores contribuíram para um aumento no poder aquisitivo das famílias, resultando em maiores vendas para o setor. A redução nas atividades informais de comércio de roupas também ajudou nesse crescimento. Em 2002 o varejo de vestuários movimentava 25,8 bilhões de reais, e em 2013 movimentou 89 bilhões, o que representou 3,12% do PIB de serviços daquele ano. Entre 2008 e 2013, o setor cresceu em média 10% ao ano.

Como pode-se notar, uma primeira característica do varejo de vestuários brasileiro que podemos mencionar é esse ser muito sensível ao comportamento da economia, assim como qualquer segmento do setor de varejo. Quando a economia está aquecida, as vendas melhoram, e quando essa não está, as vendas pioram. Além disso, devido ao fato de seu principal insumo de produção ser o algodão, o qual tem o seu preço definido no mercado mundial e em dólares, o setor é também bastante sensível ao câmbio. Nesse sentido, o atual momento econômico do Brasil apresenta um desafio para as empresas do varejo de vestuários. O cenário econômico apresentado desde 2014, com inflação elevada, atividade econômica baixa e câmbio desvalorizado, têm prejudicado muito o resultado das empresas varejistas de roupas no Brasil.

Uma segunda característica do varejo de vestuários brasileiros é a sua baixa concentração. O setor é muito pulverizado, tendo os seus 5 principais *players* somados cerca de 15% do *market share* total. A média mundial para esse setor é de algo entre 30-40%. A principal razão dessa baixa concentração é a presença de muitas lojas pequenas e de caráter familiar nas cidades menores. Essas lojas conseguem roubar mercado das grandes varejistas por terem maior contato com seus clientes, e assim responderem mais rápido às suas demandas, e também por muitas vezes realizarem vendas na informalidade, o que as permite praticar preços mais baixos.

Outra característica importante do setor de vestuários do Brasil é a ausência de grandes redes de lojas multimarcas embelecidas. A maioria das lojas que comercializam roupas de diferentes marcas são únicas e não constituem grandes redes. As grandes redes desse setor comercializam em geral apenas marcas próprias.

E uma quarta e última importante característica do setor é a ausência de grandes redes do varejo de vestuários multinacionais. O mercado é, em geral, dominado por empresas nacionais, como a Lojas Renner e a Lojas Riachuelo. A única grande *player* estrangeira é a C&A. A razão dessa ausência de competidores estrangeiros é a existência de grandes barreiras à entrada desses *players*, como: dificuldade de relacionamento com os shopping centers; ausência de espaço nos shopping centers; dificuldades de logística e distribuição; calendário de coleções invertido com o do hemisfério norte (onde ficam localizadas a maioria das matrizes dessas empresas multinacionais); tributação existente sobre a importação de produtos têxteis; volatilidade da taxa de câmbio; e dificuldade de adaptação à realidade operacional brasileira.

### 3.3 CONCORRÊNCIA

- **Zara:** empresa de origem espanhola, controlada do grupo Inditex, maior varejista de roupas do mundo. Possui lojas em mais de 85 países. No Brasil, possui 41 lojas, distribuídas em 14 diferentes estados, em todas as regiões. Possui um centro de distribuição no Brasil, em São Paulo. Faz vendas por dois canais, lojas físicas e e-commerce. É considerada um ícone do *fast fashion*, conceito de trocas rápidas de produtos nas lojas, para atender mais rapidamente as tendências do varejo de vestuários. Ficou conhecida na Europa por comercializar produtos de qualidade e com estilo parecido ao dos produtos luxuosos, mas praticando preços mais baixos e assim atingindo consumidores da classe média. No Brasil, por questões logísticas, pratica preços mais elevados, e procura atingir consumidores de classe média alta.
- **Lojas Marisa:** maior rede de lojas especializadas em moda feminina e moda íntima feminina do Brasil. Tem como seu público alvo mulheres de 20 a 25 anos, que pertencem à classe C. Costumava atuar em três diferentes canais de vendas: lojas físicas, e-commerce e venda direta, mas durante o ano de 2015 encerrou suas operações de venda direta. Possuía ao final de 2014 um total de 416 lojas. Têm como alguns de seus diferenciais a renovação diária dos produtos nas suas lojas, a força de sua marca e a oferta de serviços financeiros para financiar a venda de seus produtos junto aos seus consumidores. Possui 4 centros de distribuição.
- **Lojas C&A:** empresa de origem holandesa. Possui cerca de 1.800 unidades, espalhadas por 24 países da Europa, América Latina e Ásia. Começou suas atividades no Brasil em 1976, e ao final de 2014 possuía 295 lojas no país. Em termos de faturamento, é a maior

varejista de roupas em atividade no Brasil. Assim como outras empresas do setor, vende serviços financeiros para financiar suas vendas junto aos seus clientes.

- **Lojas Riachuelo:** pertencente ao grupo Guararapes Confeções, é uma das três maiores redes de varejo de moda do Brasil. Foi criada em 1947 e mais tarde foi adquirida pelo seu grupo controlador, que é o maior grupo de confecções de roupas da América Latina. Atualmente, toda a produção do grupo é direcionada para as Lojas Riachuelo. Essa verticalização da produção de suas peças é um dos principais diferenciais da Riachuelo no setor, garantido para a empresa um custo menor e um maior controle sobre a qualidade de seus produtos. Ainda assim, a empresa compra metade de seus produtos de fornecedores externo. Conta atualmente com 281 lojas em atividade, espalhadas por todas as regiões do país, e possui 3 centros de distribuição, sendo um deles altamente moderno e automatizado. Tem nesse quesito de logística outro de seus diferenciais. Praticante do conceito de *fast fashion*, com a ajuda de softwares de logística, consegue atender mais rapidamente as demandas dos seus consumidores, repondo mais rapidamente os produtos nas lojas e também se adaptando às novas tendências de vendas. Proclama praticar uma moda democrática, buscando atingir todos os setores da população brasileira, em termos de idade, sexo e poder aquisitivo. Tem como outros de seus diferenciais o fornecimento de serviços financeiros para seus clientes, e também o uso de parcerias com estilistas famoso para alavancar suas vendas junto ao público de poder aquisitivo mais elevado.
- **Le Lis Blanc:** Fundada em 1982 e é uma marca do grupo Restoque S.A., que têm um histórico de crescimento por aquisições, e conta com marcas de destaque como Dudalina, John John, Bo.Bô e Rosa Chá. Foca suas vendas no público feminino de alta renda. Possui três canais de vendas: lojas físicas (próprias e licenciadas), lojas multimarcas e e-commerce. Comercializa também produtos de decoração, cosméticos e de moda infantil e masculina. Possui uma mescla entre produção própria e *outsourcing*. Ao final de 2014, o grupo Restoque possuía um total de 304 lojas no Brasil, espalhadas por todas as regiões, e contava com dois centros de distribuição.
- **Hering:** Fundada em 1880 é a maior rede de franquias do varejo brasileiro. Possuía ao final de 2014 um total de 810 lojas, entre próprias e franquias, espalhadas por todos os estados brasileiros, e contava com 2 centros de distribuição. Possui três canais de vendas: lojas físicas, e-commerce e lojas multimarcas. As lojas físicas representam seu maior canal de vendas, com pouco mais da metade das vendas ocorrendo nesse canal. Possui um mix entre produção própria e terceirizada, sendo esse fator uma das suas maiores vantagens competitivas. Os produtos de produção terceirizadas são, em geral, importados,

e representam 25% dos produtos comercializados pela companhia. 75% dos produtos são produzidos pela própria Hering. Praticante da “moda acessível”, foca suas vendas no público de renda mais baixa, pertencente às classes C e B.

**Tabela 3.1** – Quadro comparativo entre os players do setor

QUADRO COMPARATIVO (dados de 2014)	RIACHUELO	C&A	MARISA	HERING	ZARA	LE LIS BLANC	LOJAS RENNER
Faturamento (R\$ MM)	R\$ 6.500,00	R\$ 6.900,00	R\$ 3.600,00	R\$ 2.011,02	-	R\$ 1.557,00	R\$ 6.300,00
Receita Líquida (R\$ MM)	R\$ 4.728,10	-	R\$ 2.603,12	R\$ 1.678,29	-	R\$ 1.199,00	R\$ 5.216,82
Nº de Lojas	257	295	416	827	41	304	332
M² de área para Vendas (x 1000)	556,8	-	425,7	87,4	-	57,9	486,6
M² de área para Vendas por Loja	2171,0	-	1023,3	105,7	-	190,6	1465,7
Receita Líquida por M² (R\$)	R\$ 8.437,80	-	R\$ 6.213,00	R\$ 18.493,35	-	R\$ 12.667,22	R\$ 10.720,96
Receita Líquida por Loja (R\$ Mil)	R\$ 18.397,00	-	R\$ 6.257,50	R\$ 2.029,38	-	R\$ 6.292,21	R\$ 15.713,31
Nº de Centros de Distribuição	3	-	4	2	1	2	4
SSS (vendas de mesmas lojas)	1,40%	-	0,20%	-5,80%	-	-7,88%	11,10%

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.4 VANTAGENS COMPETITIVAS

A Lojas Renner S.A. possui algumas fortes vantagens competitivas que garantiram o sucesso do seu negócio até o presente momento, de mesma forma que podem ajudar a garantir a continuidade desse sucesso.

- **A marca Renner:** Eleita em 2014 pela Interbrand, renomada consultoria de marcas, como a 9ª marca mais valiosa do varejo da América Latina, 3ª marca mais valiosa do varejo de vestuários da América Latina e 1ª mais valiosa do varejo de vestuários do Brasil, a marca Renner é um importante impulsionador de vendas para a empresa.
- **Maior parte dos produtos produzidos nacionalmente:** a Lojas Renner terceiriza a produção de todos os seus produtos vendidos. No entanto, a origem desses produtos varia. A empresa mantém uma média de 70% dos seus produtos sendo adquiridos de fornecedores internos, e apenas 30% sendo importados. Essa participação elevada de fornecedores nacionais no portfólio da empresa garante para essa uma menor exposição a riscos cambiais, além de possibilitar um *lead time* menor para a produção dos produtos, o que permite que a empresa atenda as tendências do varejo de forma mais rápida, aumentando a assertividade dos produtos disponíveis nas lojas. Outro benéfico desse menor *lead time* é permitir que a empresa possa manter níveis de estoque menores.
- **Disposição dos produtos nas lojas seguindo *lifestyles*:** diferentemente daquilo praticado por muitas empresas do varejo de vestuários, as Lojas Renner não organizam suas roupas para venda seguindo as suas categorias (camiseta, calças, bermudas, etc.), mas sim seguindo os *lifestyles* daquilo que a empresa entende ser seus públicos alvo. Ou seja, a empresa organiza em suas lojas os produtos por estilos de se vestir de seus públicos alvo, de forma que as roupas expostas combinem com as outras localizadas nas redondezas. A ideia por trás dessa técnica de disposição é facilitar que um consumidor encontre todas as roupas que ele possa estar interessado em adquirir em um espaço menor. Dessa forma, é mais fácil que a empresa aumente as peças vendidas por atendimento.
- **Vender uma experiência de compra:** entre os valores da Lojas Renner aparece o valor de “Encantar”. Na visão da empresa, encantar o cliente significa tornar a experiência de compra desse consumidor algo agradável, de forma que o cliente não saia da loja apenas satisfeito com os produtos adquiridos, mas satisfeito também com todos os outros fatores que envolveram a compra desses produtos, como atendimento e layout das lojas. A Renner mede constantemente o “nível de encantamento” de seus clientes, e diz atingir seguidamente níveis de mais de 95% de clientes satisfeitos. Com elevados níveis de aprovação dos clientes, é natural que a fidelização dos clientes e reincidência de compras nas lojas do grupo aumente, garantindo maiores vendas.

- **Diretoria experiente e participativa:** relatos de funcionários e ex-funcionários da Lojas Renner apontam que o Diretor Executivo da Companhia, José Galló, é extremamente participativo em todos os níveis de tomadas de decisões da companhia. Com vasta experiência conduzindo a empresa, a presença constante desse diretor nas definições dos rumos do negócio indica que o sucesso da empresa até o momento deve ser mantido no futuro.
- **Status de âncora nos shopping centers:** devido a força de sua marca e o seu longo histórico de presença em shopping centers, as Lojas Renner carregam um status de “âncora” nos shopping centers. Ser uma loja âncora é ser uma loja que atrai consumidores para determinada região do estabelecimento comercial, alavancando as vendas das lojas próximas. Esse status garante que a Renner consiga aluguéis mais baixos nos shopping centers. Isso garante uma redução de gastos para a empresa.
- **Uso de serviços financeiros para alavancar suas vendas:** a Lojas Renner oferece diversos serviços financeiros para seus clientes, com o objetivo de possibilitar que esses façam compras mais volumosas nas lojas, aumentando o faturamento da empresa. Por meio dos cartões de fidelidade oferecidos pela empresa, os clientes podem conseguir prazos mais longos de pagamentos, em alguns casos até sem juros. Existe a possibilidade até de conseguir empréstimos pessoais junto à Renner. As receitas provenientes da arrecadação com juros também impactam positivamente os resultados do grupo.

### 3.5 RISCOS

Quando considerando a performance futura da Lojas Renner S.A., existem alguns riscos aos quais a empresa está exposta e que devem ser considerados.

- **Não cumprimento do seu plano de expansão:** muito do sucesso da Lojas Renner no futuro depende do plano de expansão da empresa. A Renner possui um arrojado plano de expansão de lojas físicas, que busca ampliar o seu total de 332 lojas ao final de 2014 para 833 ao final de 2021, considerando lojas de todas as suas marcas. O cumprimento desse plano de expansão deve garantir à Renner uma ampliação de seu *market share*, ao mesmo tempo que um não cumprimento do mesmo pode significar uma retração na sua participação no mercado. Entre as possíveis razões para que a empresa possa não conseguir cumprir o plano inicial, podemos apontar a possibilidade das suas novas lojas

não serem bem aceitas nas novas localidades, ao mesmo tempo que o elevado nível de investimento necessário pode também travar a execução do plano.

- **Insucesso das novas linhas de lojas:** A Lojas Renner S.A. aposta muito no sucesso das suas novas linhas de lojas, a Camicado e a Youcom. No entanto, essas marcas ainda são recentes no portfólio da companhia, de forma que não se pode afirmar que essas terão o sucesso esperado pela administração. Visto que essas são as marcas que a Renner espera ampliar mais consideravelmente o número de lojas, a impopularidade dessas marcas junto ao público pode comprometer muito dos resultados futuros da empresa.
- **Sucessão da chefia:** José Galló, atual Diretor Executivo da Lojas Renner S.A., tem sido protagonista na gestão do grupo desde 1991. Muito do sucesso da empresa é atribuído a sua gestão voltada para resultados e seu amplo conhecimento do negócio. No entanto, conhecido por ser bastante participativo nas tomadas das decisões em diferentes níveis dentro da empresa, Galló completará 65 anos de idade em 2016, de forma que sua saída da presidência do grupo se aproxima. Mesmo com uma evidente participação de Galló no Conselho Administrativo da companhia, uma falha em encontrar um sucessor à altura do atual líder pode resultar em um dano considerável no sucesso futuro do grupo.
- **Comércio informal de roupas:** mesmo tendo reduzido nos últimos anos, o comércio informal de roupas ainda representa uma considerável ameaça para os negócios da Lojas Renner S.A. Por não serem devidamente regulamentados, comerciantes informais não são onerados por tributos e assim podem praticar preços mais competitivos do que as lojas tradicionais, como a Renner. Dessa forma, ao menos que essa atividade informal continue a diminuir, ela pode representar um obstáculo para a expansão do *market share* de empresas como a Renner, principalmente em mercados menores.
- **Aumento na concorrência:** o setor do varejo de vestuários brasileiro é bastante pulverizado, com pouca concentração de mercado nos maiores *players*. Ao mesmo tempo, não existem no setor grandes barreiras de entrada a novos competidores. Uma eventual entrada de novos *players*, principalmente empresas multinacionais, pode dificultar a expansão do *market share* da Renner, e comprometer seus resultados futuros.
- **Riscos macroeconômicos:** sendo o setor do varejo de vestuários muito sensível à atividade econômica, a manutenção das condições macroeconômicas brasileiras atuais, de inflação elevada, juros altos e consumo baixo, pode comprometer parte do sucesso da Lojas Renner nos próximos anos. Além disso, caso o real brasileiro continue

desvalorizado por muito tempo, apesar de ter apenas 30% dos seus produtos importados, a empresa pode sofrer um aumento considerável de seus custos.



#### **4. APLICAÇÃO DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À LOJAS RENNER S.A.**

Para aplicar a metodologia do *fluxo de caixa descontado (FCD)*, apresentada no Capítulo 2 deste trabalho, para precificação das ações das Lojas Renner foi necessário que fossem projetados os Demonstrativos de Resultados dos Exercícios (DRE), os Balanços Patrimoniais (BP) e o Demonstrativos de Fluxos de Caixa (DFC) da empresa para períodos futuros. Não existe um consenso de quantos períodos precisam ser projetados em um trabalho dessa natureza, porém, como a empresa possui um plano de expansão definido até o ano de 2021, por questões de conveniência, foi escolhido fazer tais projeções até esse ano. Foram feitas projeções anuais desses demonstrativos e os dados históricos usados foram os apresentados nos últimos relatórios anuais divulgados pela empresa, mais especificamente aqueles dos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014. Para fazer tais projeções, foram adotadas premissas sobre o futuro do negócio, a serem apresentadas nesse capítulo.

##### **4.1 PROJEÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS DE RESULTADOS**

O autor do trabalho decidiu por iniciar suas projeções pelos Demonstrativos de Resultados da empresa, visto que esse documento contábil demonstra os acontecimentos ocorridos durante um exercício que culminam na posição consolidada exposta no Balanço Patrimonial.

###### **4.1.1 Projeção da receita**

A primeira linha de uma DRE é o faturamento do empreendimento no período. Dessa linha são depois descontados todos os custos e todas as despesas ocorridas durante o exercício, resultando no lucro líquido da empresa. As Lojas Renner não divulgam a sua receita operacional bruta, de forma que o ponto de partida das projeções foi a *Receita Operacional Líquida (ROL)*.

As Lojas Renner possuem duas fontes de faturamento: as vendas de seus produtos e as vendas de seus serviços financeiros. Analisando os demonstrativos históricos foi possível concluir que a participação dessas fontes de faturamento na ROL da empresa sofreram poucas oscilações durante os períodos mais recentes, sendo a venda de mercadorias responsável por, em média, 89,40% da receita líquida, e a venda de serviços financeiros por 10,60%. Dessa forma, a primeira receita a ser projetada foi aquela proveniente da venda de mercadorias.

Existem dois fatores que determinam a receita total das Lojas Renner com vendas de suas mercadorias: a quantidade de lojas em funcionamento e a venda média dessas lojas. A empresa divulgou um plano de expansão para suas lojas, de todas as linhas, até 2021. E o histórico recente de abertura de lojas da empresa mostra que o cumprimento desse plano é plausível. O objetivo da empresa é ter ao final de 2021: 408 lojas Renner, 125 lojas Camicado e 300 lojas Youcom. Ao final de 2014, início da nossa projeção, a empresa possuía: 248 lojas Renner, 59 lojas Camicado e 25 lojas Youcom. Aceitando a premissa de que o plano de expansão será cumprido, foram divididas as aberturas das lojas ao longo dos anos, da seguinte maneira:

**Tabela 4.1** – Plano de expansão de lojas.

<b>ABERTURA DE LOJAS</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>RENNER</b>	24	29	31	25	23	23	23	22	22	22
<b>CAMICADO</b>	10	6	13	10	10	10	9	9	9	9
<b>YOUCOM</b>	1	11	10	10	15	20	35	50	65	80
<b>TOTAL</b>	35	46	54	45	48	53	67	81	96	111

Fonte: Lojas Renner. Adaptado pelo autor.

Como se pode notar ao observar o histórico de abertura de lojas da empresa, o número de lojas anuais que têm de serem abertas para o atingimento do número alvo de lojas Renner e de lojas Camicado até 2021 é bem plausível. No caso da Youcom, foi considerado que a empresa vai aumentar o número de aberturas anuais ao longo dos próximos anos, o que também é uma premissa razoável, visto que é uma linha de lojas nova e que possui um custo de abertura menor, devido a sua área também menor.

Dessa forma, a previsão de lojas em funcionamento, para cada uma das linhas de lojas da empresa, para os anos de projeção ficou da seguinte forma:

**Tabela 4.2** – Lojas em funcionamento.

<b>LOJAS RENNER</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
---------------------	-------------	-------------	-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Nº de lojas início	164	188	217	248	273	296	319	342	364	386
Nº de lojas abertas	24	29	31	25	23	23	23	22	22	22
Nº de lojas fim	188	217	248	273	296	319	342	364	386	408
Nº de lojas médio	176	203	233	261	285	308	331	353	375	397
<b>LOJAS CAMICADO</b>										
Nº de lojas início	30	40	46	59	69	79	89	98	107	116
Nº de lojas abertas	10	6	13	10	10	10	9	9	9	9
Nº de lojas fim	40	46	59	69	79	89	98	107	116	125
Nº de lojas médio	35	43	53	64	74	84	94	103	112	121
<b>LOJAS YOUCOM</b>										
Nº de lojas início	3	4	15	25	35	50	70	105	155	220
Nº de lojas abertas	1	11	10	10	15	20	35	50	65	80
Nº de lojas fim	4	15	25	35	50	70	105	155	220	300
Nº de lojas médio	4	10	20	30	43	60	88	130	188	260
<b>LOJAS TOTAIS</b>										
Nº de lojas início	197	232	278	332	377	425	478	545	626	722
Nº de lojas abertas	35	46	54	45	48	53	67	81	96	111
Nº de lojas fim	232	278	332	377	425	478	545	626	722	833
Nº de lojas médio	215	255	305	355	401	452	512	586	674	778

Fonte: Lojas Renner. Adaptado pelo autor.

Tendo projetado o número de lojas em funcionamento ao longo dos próximos anos, restava projetar o quanto essas lojas gerariam de faturamento nos exercícios. Para tanto, foi calculado o número médio de vendas por lojas de cada segmento nos últimos anos. Assim como foi também estimada uma taxa de crescimento para essas vendas de cada loja, visto que essas não são estáticas.

Vale a pena ressaltar aqui também que, como as lojas estarão sendo abertas ao longo dos anos, elas não impactarão a receita do grupo durante todo o período. Por isso o impacto das lojas no faturamento dos exercícios foi projetado com base no número médio de lojas em funcionamento de cada ano. Esse número médio nada mais é do que o número de lojas no início do ano acrescido de metade das lojas que devem ser abertas no período. A ideia por trás desse raciocínio é as inaugurações devem ser distribuídas ao longo dos meses de cada ano de forma quase uniforme e que, portanto, as lojas abertas apenas ao final do ano balancearão o efeito das lojas abertas no começo do ano.

Os índices de vendas médias por loja foram calculados com base nos dados de 2014, no relatório de apresentação de resultados anual da empresa, e são apresentados na Tabela 4.3:

**Tabela 4.3** – Vendas por loja.

<b>VENDAS/LOJA (R\$ MIL)</b>	<b>Renner</b>	<b>Camicado</b>	<b>Youcom</b>	<b>Total</b>
----------------------------------	---------------	-----------------	---------------	--------------

Nº de lojas médio	233		53		20		305	
Vendas	R\$	4.390.100,00	R\$	233.400,00	R\$	19.100,00	R\$	4.642.600,00
Vendas/Loja	R\$	18.882,15	R\$	4.445,71	R\$	955,00	R\$	15.221,64

Fonte: Lojas Renner. Adaptado pelo autor.

Para estimar a taxa de crescimento desses valores médios ao longo dos anos foi usado um indicador bastante comum no setor do varejo, o chamado *Vendas de Mesmas Lojas (SSS, na sigla em inglês)*. O SSS mede a evolução nas vendas de lojas abertas há mais de 12 meses. Para projetar quanto seria o SSS futuro das lojas do grupo Renner, foi feita uma análise para descobrir com quais variáveis macroeconômicas o SSS histórico da empresa oscilava de maneira similar.

O ponto de partida da análise foi a hipótese de que as vendas das lojas devem acompanhar o IPCA e algum medidor de atividade da economia brasileira. A ideia por trás dessa hipótese inicial é que, pela posição de destaque no seu setor, as Lojas Renner devem conseguir repassar integralmente o aumento nos preços de seus insumos para os preços de seus produtos (repasse integral da inflação), ou seja, a receita/loja deve acompanhar a inflação do período, medida pelo IPCA. Além disso, quanto mais aquecida estiver a economia brasileira, é natural que as vendas do grupo sejam maiores, visto que o consumo como um todo será maior.

Foram analisados como se comportavam, em relação ao SSS histórico observado nas lojas do grupo Renner, as seguintes variáveis: IPCA + crescimento real do PIB global da economia brasileira; IPCA + crescimento real do PIB no setor de varejo brasileiro; IPCA + crescimento real do PIB no varejo de vestuários brasileiro. A conclusão foi que o SSS da empresa acompanhava de maneira bastante próxima a variação do crescimento real do PIB global brasileiro acrescido da inflação (crescimento nominal do PIB). Os resultados são mostrados na Tabela 4.4:

**Tabela 4.4** – Comportamento das vendas.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
SSS (%)	14,50	16,70	8,50	2,70	1,40	10,30	7,20	8,80	5,80	11,10	8,70

<b>PIB + IPCA (%)</b>	8,84	7,14	10,47	10,92	4,08	13,48	10,42	7,60	8,65	6,56	8,81
<b>Varejo Vest. + IPCA (%)</b>	11,57	5,48	14,54	11,86	0,91	16,55	10,29	9,15	9,48	5,63	9,55
<b>Varejo Global + IPCA (%)</b>	10,73	9,54	14,05	14,87	10,34	16,80	13,09	14,24	10,34	8,69	12,27

Fonte: Lojas Renner, Banco Central do Brasil, IPEA. Adaptado pelo autor.

Aceitando essa relação do SSS com o crescimento nominal do PIB, foi possível fazer a projeção do SSS das Lojas Renner com base nas projeções dessas variáveis macroeconômicas, divulgadas pela Banco Central do Brasil.

Com o intuito de deixar essa projeção mais assertiva, foram feitos alguns ajustes às previsões. Primeiramente, a hipótese de que todas as linhas de lojas do grupo conseguiriam repassar integralmente a inflação para o preço de seus produtos pareceu muito otimista para um cenário de inflação tão elevada como o atual. Com isso, foi considerado que o máximo de repasse que lojas das linhas Camicado e Youcom teriam seria de 6,5% ao ano, que é o limite de meta de inflação anual. O único tipo de loja que consegue, no modelo, repassar integralmente a inflação em qualquer hipótese, são as lojas com a marca Renner, que é a marca mais forte do grupo. Na prática isso alterou a previsão de SSS das lojas Camicado e Youcom apenas no ano de 2015, único ano do período de projeção no qual a previsão de inflação é superior a 6,5% a.a.

Um segundo ajuste feito, foi adicionar um aumento extra no SSS das lojas do grupo creditado à alta do dólar. Decidiu-se fazer isso devido ao fato de que, durante o ano de 2015, as vendas das lojas do grupo Renner se beneficiaram da desvalorização sofrida pelo Real perante ao Dólar Americano. Com o dólar mais alto, grande parte da demanda que seria em outro cenário destinada a produtos estrangeiros (seja por compras em viagens ou em importações), têm sido redirecionadas para produtos nacionais, aumentando a venda desses. Esse fenômeno é bastante perceptível no varejo de vestuários. No entanto, devido a impossibilidade de analisar empiricamente o efeito dessa desvalorização cambial na receita das lojas do grupo, graças à ausência de dados, foram adotadas arbitrariamente as premissas de que a alta do dólar deve dar um “impulso” de 1% no SSS das lojas com a marca Renner (marca mais forte do grupo) e 0,5% no SSS das lojas com a marca Youcom (marca menos estabelecida). Ao SSS das lojas Camicado não foi adicionado nenhum impulso, visto que as lojas não comercializam roupas. Esse aumento no SSS é apenas adicionado quando a previsão de cotação média anual do dólar frente ao real é superior a 3,00 R\$/US\$. Isso ocorreu em todos os anos do período de projeção.

As estimativas de crescimento das receitas médias das lojas do grupo Renner nos anos de 2015 a 2021 ficaram, portanto, da seguinte forma:

**Tabela 4.5** – Estimativas de crescimento das vendas por loja.

<b>CRESCIMENTO VENDAS/LOJA (%)</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>RENNER</b>							
Crescimento real PIB	-2,70%	0,80%	1,10%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
IPCA	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Impulso do dólar nas vendas	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Crescimento vendas/loja Renner	7,64%	5,90%	6,84%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
<b>CAMICADO</b>							
Crescimento real PIB	-2,70%	0,80%	1,10%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
IPCA	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Impulso do dólar nas vendas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Crescimento vendas/loja Camicado	3,80%	4,90%	5,84%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
<b>YOUCOM</b>							
Crescimento real PIB	-2,70%	0,80%	1,10%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
IPCA	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Impulso do dólar nas vendas	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Crescimento vendas/loja Youcom	4,30%	5,40%	6,34%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Essa projeção de crescimento, combinada com os já apresentados dados históricos de vendas/loja e com a projeção de lojas médias de cada segmento, resultaram na seguinte estimativa de receita com vendas de mercadorias para o grupo Renner nos anos de 2015 a 2021:

**Tabela 4.6** – Estimativa de receita com vendas de mercadorias (R\$ MIL).

<b>RECEITA COM VENDAS (R\$ MIL)</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>LOJAS RENNER</b>								
Nº de lojas médio	233	261	285	308	331	353	375	397
Vendas	R\$ 4.390.100,00	R\$ 5.294.596,55	R\$ 6.123.551,51	R\$ 7.071.313,71	R\$ 8.170.241,85	R\$ 9.380.945,61	R\$ 0.713.013,32	R\$12.192.123,35
Vendas/Loja	R\$ 18.882,15	R\$ 20.324,75	R\$ 21.523,91	R\$ 22.996,14	R\$ 24.720,85	R\$ 26.574,92	R\$ 28.568,04	R\$ 30.710,64
Crescimento % V/L	4,00%	7,64%	5,90%	6,84%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
<b>LOJAS CAMICADO</b>								
Nº de lojas médio	53	64	74	84	94	103	112	121
Vendas	R\$ 233.400,00	R\$ 295.337,69	R\$ 358.216,93	R\$ 430.371,50	R\$ 510.182,36	R\$ 595.644,73	R\$ 690.061,68	R\$ 794.236,24
Vendas/Loja	R\$ 4.445,71	R\$ 4.614,65	R\$ 4.840,77	R\$ 5.123,47	R\$ 5.456,50	R\$ 5.811,17	R\$ 6.188,89	R\$ 6.591,17
Crescimento % V/L	-0,85%	3,80%	4,90%	5,84%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
<b>LOJAS YOUCOM</b>								
Nº de lojas médio	20	30	43	60	88	130	188	260
Vendas	R\$ 19.100,00	R\$ 29.881,95	R\$ 44.618,73	R\$ 66.984,79	R\$ 104.524,18	R\$ 166.163,59	R\$ 256.435,15	R\$ 380.481,38
Vendas/Loja	R\$ 955,00	R\$ 996,07	R\$ 1.049,85	R\$ 1.116,41	R\$ 1.194,56	R\$ 1.278,18	R\$ 1.367,65	R\$ 1.463,39
Crescimento % V/L	-10,17%	4,30%	5,40%	6,34%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
<b>TOTAL DE LOJAS</b>								
Nº de lojas médio	305	355	401	452	512	586	674	778
Vendas	R\$ 4.642.600,00	R\$ 5.619.816,19	R\$ 6.526.387,18	R\$ 7.568.670,00	R\$ 8.784.948,39	R\$0.142.753,93	R\$11.659.510,15	R\$ 13.366.840,97
Vendas/Loja	R\$ 15.221,64	R\$ 15.852,80	R\$ 16.275,28	R\$ 16.763,39	R\$ 17.174,87	R\$ 17.323,23	R\$ 17.298,98	R\$ 17.192,08
Crescimento % V/L	0,06%	4,15%	2,67%	3,00%	2,45%	0,86%	-0,14%	-0,62%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para terminar de estimar a receita total das Lojas Renner S.A. para os anos de 2015 a 2021, faltava projetar a receita com a sua outra fonte de faturamento: a venda de serviços financeiros. A estimativa da receita proveniente dessa outra fonte foi feita com base na própria projeção de faturamento com vendas de mercadorias. Foi optado o uso desse caminho para a projeção pois os serviços financeiros vendidos pelas Lojas Renner são, em geral, financiamentos para clientes comprarem seus produtos. Ou seja, é natural que as vendas desses serviços acompanhem as vendas das mercadorias. A análise de composição histórica da receita líquida da empresa permite a conclusão de que a receita com ambas as fontes cresce, de fato, a taxas muito parecidas, como mostra a Tabela 4.7.

**Tabela 4.7** – *Breakdown* da receita da Lojas Renner.

<b>BREAKDOWN DA RECEITA</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Média</b>
Receita com vendas de mercadorias	89,44%	89,63%	89,55%	88,99%	<b>89,40%</b>
Receita com serviços financeiros	10,56%	10,37%	10,45%	11,01%	<b>10,60%</b>
Receita Global	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	<b>100,00%</b>

Fonte: Lojas Renner.

Mantendo essa composição histórica da receita global do grupo, foi construído um modelo de receita global para as Lojas Renner S.A. nos anos de 2015 a 2021.



**Tabela 4.8** – Modelo de receita geral da Lojas Renner.

<b>RECEITA - LOJAS RENNER (R\$ MIL)</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>ROL com Vendas de Mercadorias</b>	<b>R\$ 5.619.816,19</b>	<b>R\$ 6.526.387,18</b>	<b>R\$ 7.568.670,00</b>	<b>R\$ 8.784.948,39</b>	<b>R\$ 10.142.753,93</b>	<b>R\$ 11.659.510,15</b>	<b>R\$ 13.366.840,97</b>
% da ROL Global	89,40%	89,40%	89,40%	89,40%	89,40%	89,40%	89,40%
Lojas Renner	R\$ 5.294.596,55	R\$ 6.123.551,51	R\$ 7.071.313,71	R\$ 8.170.241,85	R\$ 9.380.945,61	R\$ 10.713.013,32	R\$ 12.192.123,35
Camicado	R\$ 295.337,69	R\$ 358.216,93	R\$ 430.371,50	R\$ 510.182,36	R\$ 595.644,73	R\$ 690.061,68	R\$ 794.236,24
Youcom	R\$ 29.881,95	R\$ 44.618,73	R\$ 66.984,79	R\$ 104.524,18	R\$ 166.163,59	R\$ 256.435,15	R\$ 380.481,38
<b>ROL de Produtos Financeiros</b>	<b>R\$ 665.996,39</b>	<b>R\$ 773.432,82</b>	<b>R\$ 896.952,27</b>	<b>R\$ 1.041.091,68</b>	<b>R\$ 1.202.003,27</b>	<b>R\$ 1.381.751,89</b>	<b>R\$ 1.584.085,22</b>
% da ROL Global	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%
<b>Receita Líquida Global</b>	<b>R\$ 6.285.812,58</b>	<b>R\$ 7.299.820,00</b>	<b>R\$ 8.465.622,27</b>	<b>R\$ 9.826.040,07</b>	<b>R\$ 11.344.757,20</b>	<b>R\$ 13.041.262,03</b>	<b>R\$ 14.950.926,19</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.2 Projeção dos custos

Analisando os demonstrativos de resultados históricos da Lojas Renner S.A., é possível perceber que a *margem de lucro bruta* da empresa varia pouco ao longo dos anos. Ou seja, em geral, os *custos das mercadorias e serviços vendidos* variam na mesma proporção da *receita operacional líquida* arrecadada. Em outras palavras, historicamente, a porcentagem da *ROL* que é destinada a pagar custos referentes aos serviços e às mercadorias vendidas não oscila de forma significativa.

**Tabela 4.9** – Margem Bruta das Lojas Renner.

	2011	2012	2013	2014	MÉDIA
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	<b>100,00%</b>
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	43,11%	42,31%	42,73%	41,52%	<b>42,42%</b>
Margem Bruta Geral	56,89%	57,69%	57,27%	58,48%	<b>57,58%</b>

Fonte: Lojas Renner.

Da mesma forma, as margens brutas observadas em cada uma das atividades que são fontes de receitas para o grupo também se mantêm estáveis. Ou seja, a participação dos custos referentes à venda de mercadorias e referentes à venda de produtos financeiros, na composição dos custos globais da empresa, também são estáveis ao longo dos anos.

**Tabela 4.10** – Margem bruta por atividade.

<b>VENDA DE MERCADORIAS</b>	2011	2012	2013	2014	MÉDIA
ROL Venda de Mercadorias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo das Venda de Mercadorias	47,48%	46,69%	47,29%	46,16%	46,90%
Margem Bruta na Venda de Mercadorias	52,52%	53,31%	52,71%	53,84%	53,10%
<b>SERVIÇOS FINANCEIROS</b>	2011	2012	2013	2014	MÉDIA
ROL Serviços Financeiros	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo dos Serviços Financeiros	6,11%	4,45%	3,67%	3,97%	4,55%
Margem Bruta nos Serviços Financeiros	93,89%	95,55%	96,33%	96,03%	95,45%

Fonte: Lojas Renner.

Com base no histórico, pareceu razoável assumir que as margens brutas dos negócios serão mantidas nos próximos anos. Essa foi então a premissa adotada para a projeção dos custos do grupo nos anos de 2015 a 2021.

Foi considerada também a introdução de um aumento nos custos da empresa nos anos de projeção devido à desvalorização do real frente às moedas estrangeiras, em especial em relação ao dólar americano. No entanto, como apenas 30% dos insumos da companhia são importados, e também está havendo um processo de substituição de alguns fornecedores estrangeiros por fornecedores nacionais, foi assumido que o efeito dessa desvalorização da moeda brasileira nos custos da empresa será pouco significativo. Outro fator que foi considerado para a decisão de não incluir uma elevação nos custos devido ao câmbio, foi o fato de a empresa ter tido historicamente sucesso na sua proteção contra oscilações da moeda americana, feita com o uso de instrumentos derivativos de *hedge*.

A projeção dos custos da Lojas Renner S.A. é apresentada na Tabela 4.11. A consequente projeção dos resultados brutos é apresentada na Tabela 4.12.

**Tabela 4.11** – Projeção dos custos da Lojas Renner (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Custo das Vendas de Mercadorias</b>	<b>R\$ 2.635.972,60</b>	<b>R\$ 3.061.199,37</b>	<b>R\$ 3.550.081,72</b>	<b>R\$ 4.120.576,63</b>	<b>R\$ 4.757.454,78</b>	<b>R\$ 5.468.888,70</b>	<b>R\$ 6.269.711,56</b>
ROL Vendas de Mercadoria	R\$ 5.619.816,19	R\$ 6.526.387,18	R\$ 7.568.670,00	R\$ 8.784.948,39	R\$ 10.142.753,93	R\$ 11.659.510,15	R\$ 13.366.840,97
Custos/ROL Vendas de Mercadorias	46,90%	46,90%	46,90%	46,90%	46,90%	46,90%	46,90%
<b>Custo dos Produtos Financeiros</b>	<b>R\$ 26.847,50</b>	<b>R\$ 31.178,46</b>	<b>R\$ 36.157,75</b>	<b>R\$ 41.968,27</b>	<b>R\$ 48.454,90</b>	<b>R\$ 55.700,89</b>	<b>R\$ 63.857,30</b>
ROL Serviços Financeiros	R\$ 665.996,39	R\$ 773.432,82	R\$ 896.952,27	R\$ 1.041.091,68	R\$ 1.202.003,27	R\$ 1.381.751,89	R\$ 1.584.085,22
Custos/ROL Serviços Financeiros	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%
<b>Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos</b>	<b>R\$ 2.662.820,10</b>	<b>R\$ 3.092.377,82</b>	<b>R\$ 3.586.239,47</b>	<b>R\$ 4.162.544,89</b>	<b>R\$ 4.805.909,68</b>	<b>R\$ 5.524.589,58</b>	<b>R\$ 6.333.568,86</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.12** – Projeção dos resultados brutos da Lojas Renner (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-R\$ 2.662.820,10	-R\$ 3.092.377,82	-R\$ 3.586.239,47	-R\$ 4.162.544,89	-R\$ 4.805.909,68	-R\$ 5.524.589,58	-R\$ 6.333.568,86
<b>Resultado Bruto</b>	<b>R\$ 3.622.992,48</b>	<b>R\$ 4.207.442,17</b>	<b>R\$ 4.879.382,80</b>	<b>R\$ 5.663.495,18</b>	<b>R\$ 6.538.847,52</b>	<b>R\$ 7.516.672,45</b>	<b>R\$ 8.617.357,33</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 4.1.3 Projeção das Despesas Operacionais

As Despesas Operacionais da Lojas Renner S.A. podem ser divididas em seis grupos: Despesas com Vendas; Despesas Gerais e Administrativas; Perdas em Crédito, líquidas; Outros Resultados Operacionais, líquidos da depreciação e da amortização; Depreciação; e Amortização. Para a projeção de cada conta, foram utilizadas premissas diferentes, a serem apresentadas nessa seção.

- **Despesas com Vendas:** projeções feitas com base nas estimativas de vendas para a empresa, já apresentadas na seção 4.11. Uma vez que são as vendas que geram essas despesas, a adoção dessa premissa foi algo natural. Após análise, é possível perceber que *as Despesas com Vendas* da Lojas Renner variam, de fato, de maneira similar as suas vendas, sendo mantidas as proporções ao longo dos anos. Dessa forma, foi adotada no modelo a premissa de que essas despesas devem continuar a acompanhar as vendas da empresa, mantendo a participação média de 23,51% da ROL global do grupo, participação essa encontrada com base na análise dos anos de 2011 a 2014.

**Tabela 4.13** – Despesas com vendas históricas (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	R\$ 3.238.543,10	R\$ 3.862.508,16	R\$ 4.370.328,06	R\$ 5.216.820,22	-
Despesas Com Vendas	R\$ 775.541,01	R\$ 929.553,97	R\$ 1.030.054,94	R\$ 1.171.752,98	-
Despesas Com Vendas/ROL	23,95%	24,07%	23,57%	22,46%	<b>23,51%</b>

Fonte: Lojas Renner.

- **Despesas Gerais e Administrativas:** foi usada a premissa de que essas despesas acompanham o número de m<sup>2</sup> de lojas físicas em funcionamento em cada período. Como uma empresa que possui um número elevado de lojas ao redor do Brasil, sendo todas elas próprias, é natural que essas lojas sejam as geradoras da maioria das despesas operacionais da companhia. Dessa forma, foi feito um levantamento do total de m<sup>2</sup> de lojas em atividade em cada um dos períodos anteriores, e uma previsão desse montante para o futuro. Esses levantamentos foram feitos com base nos tamanhos médios das lojas de cada segmento (divulgados pela mesma) e no número de lojas de cada segmento em

funcionamento. Todo o levantamento histórico e as projeções de m<sup>2</sup> de lojas em funcionamento por ano podem ser encontrados no Anexo X desse trabalho. A análise dos dados históricos permite a constatação de que as Despesas Gerais e Administrativas de companhia realmente acompanham o número de m<sup>2</sup> de lojas em funcionamento, de forma que a razão R\$ gasto com DG&A por m<sup>2</sup> de lojas em funcionamento varia pouco ao longo dos anos. Com isso, foi adotada a suposição de que o valor médio gasto de DG&A por m<sup>2</sup> de loja deve se manter no mesmo patamar de 0,86 R\$/m<sup>2</sup>. No entanto, para tornar a previsão mais assertiva, nas despesas projetadas para 2015 em diante, esse valor de R\$/m<sup>2</sup> aumenta anualmente com base na expectativa de inflação para o ano em questão.

**Tabela 4.14** – DG&A históricas (R\$ MIL).

	2012	2013	2014	Média
Despesas Gerais e Administrativas	R\$ 293.931,00	R\$ 330.254,99	R\$ 397.998,02	-
M <sup>2</sup> de lojas (médio)	340235	393463	454418	-
DG&A/m <sup>2</sup> de loja	R\$ 0,86	R\$ 0,84	R\$ 0,88	<b>R\$ 0,86</b>

Fonte: Lojas Renner.

- Perdas com Crédito, líquidas:** projeções feitas com base no *Resultado Bruto dos Serviços Financeiros*. Essa é a maneira que a própria empresa apresenta essa conta em seus relatórios e, se considerado que o fator gerador das perdas em crédito são a quantidade de empréstimos/financiamentos feitos, faz sentido usá-la para projeções. Analisando os dados históricos se percebe facilmente que essas despesas realmente acompanham o resultado bruto do negócio em questão, mantendo uma participação média de 33,40%. Para fins de projeção foi então assumida a hipótese de que as *Perdas em Crédito, líquidas* continuarão como mesma porcentagem histórica do *Resultado Bruto dos Serviços Financeiros*. A princípio, olhando esses números, pode parecer que as perdas em crédito estão muito elevadas, visto que a mensagem transmitida é que em média 33,40% do lucro bruto com os serviços financeiros da empresa é comprometido com a inadimplência de seus clientes no segmento. Porém, fazendo uma reflexão mais profunda, é natural que esse valor seja elevado para uma empresa como a Lojas Renner. Com todas as opções de instituições financeiras tradicionais para fornecerem crédito, é natural que exista uma seleção adversa nos clientes da empresa nesse segmento de negócios. A tendência é que apenas indivíduos com dificuldades de conseguir crédito em

outras instituições recorram a esse artifício fornecido pela Renner, e são exatamente esses clientes os mais propensos a entrarem em inadimplência.

**Tabela 4.15** – Perdas em crédito históricas (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Resultado Bruto dos Serviços Financeiros	R\$ 321.042,00	R\$ 382.714,00	R\$ 439.742,00	R\$ 551.435,00	-
Perdas em crédito, líquidas	R\$ 109.427,00	R\$ 126.080,00	R\$ 142.488,99	R\$ 188.460,00	-
Perdas em crédito/Resultado Bruto	34,08%	32,94%	32,40%	34,18%	<b>33,40%</b>

Fonte: Lojas Renner.

- **Outros Resultados Operacionais, líquidos:** conta projetada com base nas Despesas Gerais e Administrativas, visto que a heterogeneidade de gastos que compõem a conta impossibilita a adoção de um parâmetro mais assertivo. De qualquer forma, tal caminho se mostrou relativamente aceitável, dada a análise de dados históricos.

**Tabela 4.16** – Outros resultados operacionais históricos (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Despesas Gerais e Administrativas	R\$ 250.681,99	R\$ 293.931,00	R\$ 330.254,99	R\$ 397.998,02	-
Outros Resultados Operacionais, líquido	R\$ 136.494,01	R\$ 186.497,99	R\$ 182.070,00	R\$ 277.912,00	-
ORP, líquido/DGA	54,45%	63,45%	55,13%	69,83%	60,71%

Fonte: Lojas Renner.

- **Depreciação:** Uma vez que a depreciação é um recurso contábil com a finalidade de representar o consumo dos ativos imobilizados, é natural que a projeção dessa despesa seja baseada no montante de ativos imobilizados acumulados pela empresa. Como empresas começam a depreciar seus ativos logo no início dos períodos, foi escolhido fazer a projeção dessa conta com base no montante acumulado de ativos imobilizados ao final do período imediatamente anterior. O saldo do Ativo Imobilizado pode ser encontrado no Balanço Patrimonial da empresa, e foi projetado para os anos de 2015 a 2012 com base no plano de investimentos da empresa para os anos de previsão, como veremos em seções

seguintes. Por ora, basta esclarecer que as despesas com depreciação foram projetadas baseadas na manutenção da taxa histórica de depreciação utilizada pela companhia em relação ao seu ativo imobilizado acumulado ao final de cada período. Em outras palavras, o saldo final de um imobilizado ao final de um ano foi a base para a projeção da depreciação no ano seguinte. Por ser a mais recente, a taxa de depreciação do imobilizado usada nas projeções foi a mesma praticada pela empresa no exercício de 2014. E essa não é muito distante da praticada nos outros anos anteriores.

**Tabela 4.17** – Depreciação histórica (R\$ MIL).

	2011		2012		2013		2014	
Depreciação	R\$	-	R\$	99.957,00	R\$	123.985,00	R\$	153.102,00
Imobilizado Acumulado	R\$	599.481,02	R\$	846.204,03	R\$	1.063.347,97	R\$	1.304.065,02
Depreciação/Imobilizado Acumulado em t-1	R\$	-		16,67%		14,65%		14,40%

Fonte: Lojas Renner

- **Amortização:** Da mesma forma que a conta anterior, a amortização é também um recurso contábil para a representação do esgotamento de ativos, mas nesse caso, de Ativos Intangíveis. Com isso, as projeções das despesas com amortização para os anos de 2015 a 2021 foram feitas com base no saldo final de intangíveis apresentados pela empresa ao final do período anterior. A escolha da projeção baseada no saldo final do período anterior segue a mesma lógica do caso das projeções de *depreciação*. O saldo de Ativos Intangíveis da empresa é também encontrado no seu Balanço Patrimonial, e as suas projeções para os anos do trabalho foram também feitas com base nos planos de investimento da empresa. Assim como no caso da conta anterior, foi usada para fins de projeção a mesma taxa de amortização anual de intangíveis praticada pelas Lojas Renner em 2014; essa taxa também não destoa da praticada em períodos anteriores.

**Tabela 4.18** – Amortização histórica (R\$ MIL).



	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Amortização	R\$ -	R\$ 32.992,00	R\$ 43.452,00	R\$ 59.630,00
Intangível Acumulado	R\$ 204.858,00	R\$ 256.164,99	R\$ 322.203,01	R\$ 368.084,00
Amortização/Intangível Acumulado em t-1	R\$ -	16,10%	16,96%	18,51%

Fonte: Lojas Renner

Os resultados das projeções de todas as despesas operacionais menos depreciação e amortização são apresentados na Tabela 4.19. As projeções de despesas com depreciação e amortização são apresentadas na Tabela 4.20. E as projeções de lucros operacionais são apresentadas na Tabela 4.21.

**Tabela 4.19** – Projeção das Despesas Operacionais (menos D&A) da Lojas Renner (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Despesas Com Vendas</b>	<b>R\$ 1.477.851,57</b>	<b>R\$ 1.716.253,92</b>	<b>R\$ 1.990.344,61</b>	<b>R\$ 2.310.191,18</b>	<b>R\$ 2.667.255,36</b>	<b>R\$ 3.066.119,04</b>	<b>R\$ 3.515.098,41</b>
% da ROL	23,51%	23,51%	23,51%	23,51%	23,51%	23,51%	23,51%
<b>Despesas Gerais e Administrativas</b>	<b>R\$ 477.696,26</b>	<b>R\$ 551.610,26</b>	<b>R\$ 625.454,97</b>	<b>R\$ 704.291,07</b>	<b>R\$ 789.402,03</b>	<b>R\$ 881.473,05</b>	<b>R\$ 982.077,84</b>
M <sup>2</sup> de lojas (médio)	512568	562996	612246	662583	713747	765972	820177
IPCA	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Despesas/m <sup>2</sup> de loja	R\$ 0,93	R\$ 0,98	R\$ 1,02	R\$ 1,06	R\$ 1,11	R\$ 1,15	R\$ 1,20
<b>Perdas em crédito, líquidas</b>	<b>R\$ 213.488,12</b>	<b>R\$ 247.927,35</b>	<b>R\$ 287.522,06</b>	<b>R\$ 333.726,59</b>	<b>R\$ 385.307,52</b>	<b>R\$ 442.926,75</b>	<b>R\$ 507.785,60</b>
Resultado Bruto com Serviços Financeiros	R\$ 639.148,88	R\$ 742.254,36	R\$ 860.794,52	R\$ 999.123,42	R\$ 1.153.548,38	R\$ 1.326.051,00	R\$ 1.520.227,92
% do Resultado Bruto com Serviços Financeiros	33,40%	33,40%	33,40%	33,40%	33,40%	33,40%	33,40%
<b>Outros Resultados Operacionais, líquido</b>	<b>R\$ 290.028,82</b>	<b>R\$ 334.905,01</b>	<b>R\$ 379.739,14</b>	<b>R\$ 427.603,74</b>	<b>R\$ 479.278,06</b>	<b>R\$ 535.178,12</b>	<b>R\$ 596.259,38</b>
ORP, líquido/DGA	60,71%	60,71%	60,71%	60,71%	60,71%	60,71%	60,71%
<b>Total DO, líquidas da D&amp;A</b>	<b>R\$ 2.459.064,78</b>	<b>R\$ 2.850.696,53</b>	<b>R\$ 3.283.060,78</b>	<b>R\$ 3.775.812,58</b>	<b>R\$ 4.321.242,98</b>	<b>R\$ 4.925.696,95</b>	<b>R\$ 5.601.221,23</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.20** – Projeções de despesas com depreciação e amortização (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Depreciação</b>	<b>R\$ 187.760,70</b>	<b>R\$ 219.706,73</b>	<b>R\$ 247.461,39</b>	<b>R\$ 264.810,34</b>	<b>R\$ 282.427,46</b>	<b>R\$ 299.607,36</b>	<b>R\$ 317.413,78</b>
Imobilizado Acumulado	R\$ 1.525.941,56	R\$ 1.718.707,54	R\$ 1.839.202,21	R\$ 1.961.559,39	R\$ 2.080.879,95	R\$ 2.204.551,82	R\$ 2.332.559,83
Depreciação/Imobilizado Acumulado t-1	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%
<b>Amortização</b>	<b>R\$ 68.121,18</b>	<b>R\$ 68.112,93</b>	<b>R\$ 70.138,62</b>	<b>R\$ 74.126,08</b>	<b>R\$ 80.102,32</b>	<b>R\$ 88.016,57</b>	<b>R\$ 97.866,51</b>
Intangível Acumulado	R\$ 368.039,40	R\$ 378.984,96	R\$ 400.530,69	R\$ 432.822,56	R\$ 475.586,18	R\$ 528.809,03	R\$ 592.863,99
Amortização/Intangível Acumulado t-1	18,51%	18,51%	18,51%	18,51%	18,51%	18,51%	18,51%
<b>Total das Despesas com D&amp;A</b>	<b>R\$ 255.881,88</b>	<b>R\$ 287.819,66</b>	<b>R\$ 317.600,00</b>	<b>R\$ 338.936,42</b>	<b>R\$ 362.529,78</b>	<b>R\$ 387.623,94</b>	<b>R\$ 415.280,28</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.21** – Projeção dos resultados operacionais da Lojas Renner (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-R\$ 2.662.820,10	-R\$ 3.092.377,82	-R\$ 3.586.239,47	-R\$ 4.162.544,89	-R\$ 4.805.909,68	-R\$ 5.524.589,58	-R\$ 6.333.568,86
Resultado Bruto	R\$ 3.622.992,48	R\$ 4.207.442,17	R\$ 4.879.382,80	R\$ 5.663.495,18	R\$ 6.538.847,52	R\$ 7.516.672,45	R\$ 8.617.357,33
Total das Despesas Operacionais, Líquidas	-R\$ 2.459.064,78	-R\$ 2.850.696,53	-R\$ 3.283.060,78	-R\$ 3.775.812,58	-R\$ 4.321.242,98	-R\$ 4.925.696,95	-R\$ 5.601.221,23
<b>Lucro Operacional (EBITDA)</b>	<b>R\$ 1.163.927,70</b>	<b>R\$ 1.356.745,64</b>	<b>R\$ 1.596.322,02</b>	<b>R\$ 1.887.682,60</b>	<b>R\$ 2.217.604,54</b>	<b>R\$ 2.590.975,50</b>	<b>R\$ 3.016.136,10</b>
Margem EBITDA	18,52%	18,59%	18,86%	19,21%	19,55%	19,87%	20,17%
Depreciação & Amortização	-R\$ 255.881,88	-R\$ 287.819,66	-R\$ 317.600,00	-R\$ 338.936,42	-R\$ 362.529,78	-R\$ 387.623,94	-R\$ 415.280,28
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>R\$ 908.045,82</b>	<b>R\$ 1.068.925,98</b>	<b>R\$ 1.278.722,01</b>	<b>R\$ 1.548.746,18</b>	<b>R\$ 1.855.074,76</b>	<b>R\$ 2.203.351,57</b>	<b>R\$ 2.600.855,82</b>
Margem EBIT	14,45%	14,64%	15,10%	15,76%	16,35%	16,90%	17,40%

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.4 Projeção das Receitas Financeiras, Despesas Financeiras e Despesas com Tributos

Para terminar de projetar as contas necessárias para a elaboração dos demonstrativos de resultados dos exercícios futuros das Lojas Renner S.A., faltavam as projeções das despesas e receitas financeiras, e também das despesas com pagamentos de tributos. As maneiras como cada uma dessas contas foram projetadas é apresentada a seguir:

- **Receitas Financeiras:** As projeções das receitas financeiras para os anos de 2015 a 2021 foram feitas com base no saldo do caixa da empresa ao final de cada período. A ideia é que o saldo de caixa da empresa ao final de um exercício representa o quanto essa possuía de recursos disponíveis ao longo do ano para geração de receitas financeiras. Devido a impossibilidade de projetar os saldos de caixa e equivalentes nos períodos futuros nesse momento do trabalho, foi usado o saldo de caixa ao final de 2014 como base para as projeções de receitas financeiras para todos os anos de projeção. Para determinar a taxa de rendimento dessas aplicações, foi analisado o histórico da relação *receitas financeiras/caixa e equivalentes de caixa* dos exercícios anteriores. Foi também analisado como essa taxa de rendimento das aplicações da Lojas Renner se relacionavam com a taxa do CDI-Over. O resultado encontrado foi de que nos anos de 2011 a 2014 as aplicações de caixa do grupo Renner renderam em média 1,96 p. p. abaixo da taxa de rendimento do CDI. Para a projeção foi então aceita a suposição de que a taxa de rendimento do grupo manterá essa mesma relação com a taxa de mercado. Já para projetar as taxas de rendimento futuras esperadas do CDI-Over, foi analisado como essa se comporta com relação à Taxa Selic, variável a qual é possível se conseguir projeções confiáveis. A análise histórica mostrou que nos anos de 2005 a 2014 a taxa de rendimento do CDI-DI foi em média 0,09 p. p. menor do que a Taxa Selic. Foi então subtraído esse valor das projeções futuras da Taxa Selic de cada ano para encontrar uma previsão para o rendimento do CDI-DI, a ser utilizado na projeção das taxas de rendimento das aplicações de caixa das Lojas Renner.

**Tabela 4.22** – Receitas financeiras históricas (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Receitas Financeiras	R\$ 50.299,00	R\$ 33.362,00	R\$ 52.345,00	R\$ 93.088,00	-
Caixa e Equivalentes de Caixa	R\$ 578.264,00	R\$ 683.270,02	R\$ 801.592,00	R\$ 834.339,97	-
Receitas Financeiras/Caixa e Equivalente de Caixa	8,70%	4,88%	6,53%	11,16%	-
CDI-Over	10,87%	6,90%	9,77%	11,57%	-
Diferença rendimento Renner-CDI	2,17%	2,02%	3,24%	0,41%	<b>1,96%</b>

Fonte: Lojas Renner, BCB, Cetip.

- Despesas Financeiras:** O procedimento para estimativa das despesas financeiras do grupo foi similar ao da projeção das receitas financeiras, mudando apenas as variáveis envolvidas. A projeção foi feita com base no endividamento total de companhia, visto que despesas financeiras são referentes ao pagamento de juros de empréstimos tomados pela empresa. Novamente, por impossibilidade de estimativa nessa etapa do trabalho, foi usado o endividamento total ao final de 2014 como base para as projeções de todos os anos seguintes. Para determinar a taxa de juros paga pela empresa em seus empréstimos tomados, foi analisada a relação despesas financeiras/dívida total nos exercícios de 2011 a 2014. Foi também analisada como essa taxa se relacionava com a Taxa Selic. A conclusão foi que a taxa dos juros paga pela empresa é em média 2,85 p. p. menor do que a Taxa Selic. Foi adotada a premissa de que essa relação se manterá no futuro, possibilitando assim a projeção das despesas financeiras para os períodos de 2015 a 2021.

**Tabela 4.23** – Despesas financeiras históricas (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Despesas Financeiras	R\$ 47.539,00	R\$ 83.792,00	R\$ 120.069,00	R\$ 186.963,01	
Dívida total	R\$ 838.162,02	R\$ 1.315.406,98	R\$ 1.782.444,99	R\$ 1.955.006,08	
Despesas Fin./Dív. Total	5,67%	6,37%	6,74%	9,56%	
Taxa Selic	10,90%	7,29%	9,90%	11,65%	
Diferença entre Selic e Juros da Renner	5,23%	0,92%	3,16%	2,09%	<b>2,85%</b>

Fonte: Lojas Renner, BCB.

- Despesas com Tributos:** Para projetar as despesas com tributos da Lojas Renner, foi analisado qual era a taxa de impostos cobrada historicamente sobre o EBT da empresa (Lucro antes do IR e da Contribuição Social, sigla em inglês). A taxa de cobrança não foi uniforme durante os anos de 2011 a 2014, mas também não sofreu grandes variações, tendo uma média de 32,39%, que foi o valor usado nas projeções para os anos seguintes. Por questão de conveniência, foi também assumido que a empresa não terá mais impostos de renda diferidos e que efetuará o pagamento de toda a provisão para impostos feita.

**Tabela 4.24** – Despesas com tributos históricas (R\$ MIL).

	2011	2012	2013	2014	Média
Lucro antes do IR e Contribuição Social (EBT)	R\$ 475.393,01	R\$ 508.820,02	R\$ 582.714,07	R\$ 708.175,14	
IR e Contribuição Social total referente ao período	R\$ 140.014,00	R\$ 169.603,01	R\$ 169.580,99	R\$ 266.887,99	-
Taxa de IR do exercício	29,45%	33,33%	29,10%	37,69%	32,39%

Fonte: Lojas Renner.

A projeção dos resultados financeiros da Lojas Renner para os anos de 2015 a 2021 é apresentada na Tabela 4.25. O resultado líquido da Lojas Renner é apresentado na Tabela 4.26.

**Tabela 4.25** – Projeção dos resultados financeiros da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Receitas Financeiras</b>	<b>R\$ 101.752,32</b>	<b>R\$ 87.151,37</b>	<b>R\$ 74.636,27</b>	<b>R\$ 66.292,87</b>	<b>R\$ 66.292,87</b>	<b>R\$ 66.292,87</b>	<b>R\$ 66.292,87</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97	R\$ 834.339,97
Receitas Financeiras/Caixa	12,20%	10,45%	8,95%	7,95%	7,95%	7,95%	7,95%
CDI-Over	14,16%	12,41%	10,91%	9,91%	9,91%	9,91%	9,91%
Diferença rendimento Renner-CDI	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%
<b>Despesas Financeiras</b>	<b>-R\$ 242.427,36</b>	<b>-R\$ 188.664,69</b>	<b>-R\$ 159.339,60</b>	<b>-R\$ 139.789,54</b>	<b>-R\$ 139.789,54</b>	<b>-R\$ 139.789,54</b>	<b>-R\$ 139.789,54</b>
Dívida total	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08	R\$ 1.955.006,08
Despesas Financeiras/Dívida Total	12,40%	9,65%	8,15%	7,15%	7,15%	7,15%	7,15%
Taxa Selic	14,25%	12,50%	11,00%	10,00%	10,00%	10,00%	-0,00%
Diferença entre Selic e Juros da Renner	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%
<b>Total do Resultado Financeiro, líquido</b>	<b>-R\$ 140.675,04</b>	<b>-R\$ 101.513,32</b>	<b>-R\$ 84.703,33</b>	<b>-R\$ 73.496,67</b>	<b>-R\$ 73.496,67</b>	<b>-R\$ 73.496,67</b>	<b>-R\$ 73.496,67</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.



**Tabela 4.26 – Projeção do resultado líquido da Lojas Renner (R\$ MIL).**

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	-R\$ 2.662.820,10	-R\$ 3.092.377,82	-R\$ 3.586.239,47	-R\$ 4.162.544,89	-R\$ 4.805.909,68	-R\$ 5.524.589,58	-R\$ 6.333.568,86
<b>Resultado Bruto</b>	<b>R\$ 3.622.992,48</b>	<b>R\$ 4.207.442,17</b>	<b>R\$ 4.879.382,80</b>	<b>R\$ 5.663.495,18</b>	<b>R\$ 6.538.847,52</b>	<b>R\$ 7.516.672,45</b>	<b>R\$ 8.617.357,33</b>
Total das Despesas Operacionais, líquida	-R\$ 2.459.064,78	-R\$ 2.850.696,53	-R\$ 3.283.060,78	-R\$ 3.775.812,58	-R\$ 4.321.242,98	-R\$ 4.925.696,95	-R\$ 5.601.221,23
<b>Lucro Operacional (EBITDA)</b>	<b>R\$ 1.163.927,70</b>	<b>R\$ 1.356.745,64</b>	<b>R\$ 1.596.322,02</b>	<b>R\$ 1.887.682,60</b>	<b>R\$ 2.217.604,54</b>	<b>R\$ 2.590.975,50</b>	<b>R\$ 3.016.136,10</b>
Depreciação & Amortização	-R\$ 255.881,88	-R\$ 287.819,66	-R\$ 317.600,00	-R\$ 338.936,42	-R\$ 362.529,78	-R\$ 387.623,94	-R\$ 415.280,28
<b>Lucro Operacional (EBIT)</b>	<b>R\$ 908.045,82</b>	<b>R\$ 1.068.925,98</b>	<b>R\$ 1.278.722,01</b>	<b>R\$ 1.548.746,18</b>	<b>R\$ 1.855.074,76</b>	<b>R\$ 2.203.351,57</b>	<b>R\$ 2.600.855,82</b>
Total do Resultado Financeiro, líquido	-R\$ 140.675,04	-R\$ 101.513,32	-R\$ 84.703,33	-R\$ 73.496,67	-R\$ 73.496,67	-R\$ 73.496,67	-R\$ 73.496,67
<b>Lucro antes do IR e Contribuição Social (EBT)</b>	<b>R\$ 767.370,78</b>	<b>R\$ 967.412,66</b>	<b>R\$ 1.194.018,68</b>	<b>R\$ 1.475.249,51</b>	<b>R\$ 1.781.578,09</b>	<b>R\$ 2.129.854,90</b>	<b>R\$ 2.527.359,15</b>
Provisão para IR e Contribuição Social	-R\$ 248.577,33	-R\$ 313.377,66	-R\$ 386.783,01	-R\$ 477.883,18	-R\$ 577.113,36	-R\$ 689.931,98	-R\$ 818.697,05
<b>Lucro Líquido do exercício</b>	<b>R\$ 518.793,45</b>	<b>R\$ 654.035,00</b>	<b>R\$ 807.235,68</b>	<b>R\$ 997.366,34</b>	<b>R\$ 1.204.464,74</b>	<b>R\$ 1.439.922,91</b>	<b>R\$ 1.708.662,11</b>
Margem Líquida	8,25%	8,96%	9,54%	10,15%	10,62%	11,04%	11,43%

Fonte: Elaborado pelo autor.

## 4.2. PROJEÇÃO DOS BALANÇOS PATROMONIAIS.

Após a projeção dos Demonstrativos de Resultados, iniciou-se a projeção dos Balanços Patrimoniais da Lojas Rennes S.A. para os anos de 2015 a 2021. De uma forma geral, as projeções desse demonstrativo foram divididas em projeções dos ativos, dos passivos e do patrimônio líquido da empresa. No entanto, para que fosse possível a realização de tais projeções, tiveram de serem feitas estimativas paralelas para o CAPEX da empresa e para os dividendos que seriam pagos. Como as projeções de CAPEX e dividendos são base para projeções de contas do BP, convém iniciar a apresentação por elas.

### 4.2.1 Projeção do CAPEX

O CAPEX da Lojas Renner pode ser dividido em duas naturezas de gastos: investimentos em ativos imobilizados, e investimentos ativos intangíveis. Esse impacto do CAPEX nos acumulados de ativos imobilizados e intangíveis foi o que motivou que a projeção do mesmo fosse feita antes das projeções do BP.

Os investimentos em ativos intangíveis foram responsáveis por uma média de apenas 11,20% do CAPEX da Renner entre os anos de 2012 e 2014. Com base nisso, a projeção de recursos destinados para essa finalidade foi feita de uma forma bastante simplificada. Partindo da premissa de que a quantidade de recursos que a empresa tem disponível para investimento em intangíveis depende de seu faturamento, escolheu-se projetar tais valores com base na ROL dos períodos. Para isso, foi feita uma investigação histórica de quanto, em média, da receita de um exercício era destinada a investimentos em ativos intangíveis. O resultado encontrado foi que entre nos exercícios de 2012 a 2014, a empresa investiu em média 1,08% de sua ROL nesses ativos. Para fins de projeção, foi aceita a premissa de que essa média deve se manter no futuro.

**Tabela 4.27** – Investimentos em ativos intangíveis, histórico (R\$ MIL).

	2012	2013	2014	Média
Investimentos em Intangível	R\$ 47.787,50	R\$ 39.561,60	R\$ 57.730,00	-
ROL	R\$ 3.862.508,16	R\$ 4.370.328,06	R\$ 5.216.820,22	-
% da ROL	1,24%	0,91%	1,11%	<b>1,08%</b>

Fonte: Lojas Renner

Já a projeção da parte do CAPEX relativa a investimentos em ativos imobilizados foi feita de uma maneira mais trabalhada. Foi primeiro investigado a natureza desses investimentos e concluído que eles podem ser divididos em quatro tipos: capital gasto com abertura de lojas, capital gasto com reformas de lojas, capital gasto com construção de centros de distribuição para o modelo logístico, e outras despesas de capital.

Para projetar o CAPEX referente à abertura de lojas, foi calculado um preço médio histórico pago por m<sup>2</sup> de loja aberto. Para fazer tal análise, foram usados os dados de números de lojas abertas por ano, assim como as áreas médias das lojas Renner, Camicado e Youcom. Os dados históricos de gastos com aberturas de lojas são divulgados pela empresa em seus relatórios. Dessa forma, foi obtida uma estimativa do total de m<sup>2</sup> de lojas abertos nos anos de 2012, 2013 e 2014, assim como o total gasto para abri-los. A análise mostrou que a companhia dispendeu em média R\$ 3.450,00 com cada metro quadrado aberto. Para a projeção, foi adotada a premissa de que esse valor médio se manterá no futuro.

**Tabela 4.28** – Investimentos em novas lojas, histórico (R\$ MIL).

	2012	2013	2014	Média
Novas Lojas	R\$ 171.652,70	R\$ 198.632,20	R\$ 218.370,00	-
M <sup>2</sup> abertos de lojas	48910	57546	64364	-
Investimento/m <sup>2</sup>	R\$ 3,51	R\$ 3,45	R\$ 3,39	<b>R\$ 3,45</b>

Fonte: Lojas Renner

Para a estimativa do CAPEX destinado à manutenção e reforma de lojas foi realizado um procedimento parecido ao anterior. Foi novamente calculado um custo médio por m<sup>2</sup>, mas dessa vez considerando os gastos com manutenção e reforma, os quais também são divulgados pela empresa em seus relatórios. A análise entre o montante gasto com essa finalidade e o total de m<sup>2</sup> de lojas em atividade para os anos de 2012 a 2014 mostrou que a Lojas Renner gasta em média R\$ 250,00 com manutenção e reforma, por metro quadrado de loja em atividade, ao ano. Novamente, na projeção foi adotada a premissa de que essa razão se sustentará no futuro.

**Tabela 4.29** – Investimentos em manutenção das lojas, histórico (R\$ MIL)

	2012	2013	2014	Média
Reformas	R\$ 71.490,10	R\$ 109.206,50	R\$ 121.986,00	-
M <sup>2</sup> de lojas em funcionamento	340235	393463	454418	-
Investimento/m <sup>2</sup>	R\$ 0,21	R\$ 0,28	R\$ 0,27	<b>R\$ 0,25</b>

Fonte: Lojas Renner

Já projeção dos investimentos da empresa com a ampliação e o aprimoramento do seu modelo logístico foi feita de uma maneira diferente. Como divulgado pela empresa no seu relatório anual de 2014, a empresa investiu ao longo do ano cerca de R\$ 82.830.000,00 nesse projeto. Esse valor é o mais alto dos últimos três anos (2012, 2013 e 2014). Como a empresa pretende entregar o seu novo modelo logístico finalizado em 2016, foi assumido que a empresa deve continuar com o mesmo patamar de investimentos nos anos de 2015 e 2016. Após 2016, porém, como a empresa teoricamente só terá que manter o seu modelo em funcionamento, assumiu-se que seus investimentos serão sensivelmente menores. Dessa forma, para os períodos de 2017 a 2021 foi projetado um investimento anual em logística de R\$ 24.849.000,00, o que corresponde a 30% do valor de 2016, porcentagem escolhida arbitrariamente.

Por fim, a projeção dos outros CAPEX da Lojas Renner referentes a investimentos em ativos imobilizados, foi feita com base em sua participação histórica no CAPEX total. Entre os anos de 2012 e 2014, a Lojas Renner investiu em média 4,23% do seu capital em coisas outras que não novas lojas, manutenção de lojas, logística ou ativos intangíveis. Para o futuro, foi projetada a manutenção dessa taxa.

A projeção do CAPEX total da Lojas Renner S.A. para os anos de 2015 a 2021 é apresentada na Tabela 4.30.

**Tabela 4.30** – Projeção do CAPEX da Lojas Renner S.A. (R\$ MIL).

	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Investimento em novas lojas</b>	<b>R\$ 179.246,66</b>	<b>R\$ 168.840,89</b>	<b>R\$ 171.118,77</b>	<b>R\$ 176.337,88</b>	<b>R\$ 176.829,69</b>	<b>R\$ 183.663,33</b>	<b>R\$ 190.496,97</b>
M² abertos de lojas	51936	48921	49581	51093	51235	53215	55195
Investimento/m²	R\$ 3,45	R\$ 3,45	R\$ 3,45	R\$ 3,45	R\$ 3,45	R\$ 3,45	R\$ 3,45
<b>Investimento em reformas</b>	<b>R\$ 129.186,97</b>	<b>R\$ 141.896,77</b>	<b>R\$ 154.309,81</b>	<b>R\$ 166.996,58</b>	<b>R\$ 179.891,87</b>	<b>R\$ 193.054,65</b>	<b>R\$ 206.716,46</b>
M² de lojas em funcionamento	512568	562996	612246	662583	713747	765972	820177
Investimento/m²	R\$ 0,25	R\$ 0,25	R\$ 0,25	R\$ 0,25	R\$ 0,25	R\$ 0,25	R\$ 0,25
<b>Investimento em logística</b>	<b>R\$ 82.830,00</b>	<b>R\$ 82.830,00</b>	<b>R\$ 24.849,00</b>	<b>R\$ 24.849,00</b>	<b>R\$ 24.849,00</b>	<b>R\$ 24.849,00</b>	<b>R\$ 24.849,00</b>
<b>Outros investimentos</b>	<b>R\$ 18.373,61</b>	<b>R\$ 18.905,05</b>	<b>R\$ 17.678,48</b>	<b>R\$ 18.984,06</b>	<b>R\$ 20.177,46</b>	<b>R\$ 21.712,26</b>	<b>R\$ 23.359,36</b>
% do CAPEX total	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%	4,23%
<b>Investimento em Intangíveis</b>	<b>R\$ 68.076,58</b>	<b>R\$ 79.058,48</b>	<b>R\$ 91.684,35</b>	<b>R\$ 106.417,94</b>	<b>R\$ 122.865,94</b>	<b>R\$ 141.239,42</b>	<b>R\$ 161.921,46</b>
ROL	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
% da ROL	1,08%	1,08%	1,08%	1,08%	1,08%	1,08%	1,08%
<b>CAPEX Total</b>	<b>R\$ 477.713,82</b>	<b>R\$ 491.531,20</b>	<b>R\$ 459.640,41</b>	<b>R\$ 493.585,45</b>	<b>R\$ 524.613,97</b>	<b>R\$ 564.518,66</b>	<b>R\$ 607.343,24</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.2.2 Projeção dos Dividendos

Tendo em vista que o pagamento de dividendos é uma saída de caixa que diminui o saldo do patrimônio líquido de uma empresa, para que fosse possível projetar o balanço patrimonial da Lojas Renner S.A. era necessário saber quanto do seu lucro líquido seria distribuído em forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio (JCP). A Lojas Renner é historicamente uma empresa que paga bons dividendos para seus acionistas, distribuindo constantemente mais do seu lucro líquido do que o mínimo necessário para uma empresa parte do Mercado Novo da Bovespa. Como pode ser visto nos relatórios anuais de resultados da empresa, nos anos de 2011 e 2012 a Lojas Renner distribuiu 75% do seu lucro líquido na forma de dividendos ou JCP. Porém, nos anos de 2013 e 2014 essa taxa caiu para 40%. Essa diminuição nos dividendos pode ser explicada pelo início do plano de expansão de lojas divulgado pela empresa, o qual é bastante arrojado e demanda elevados investimentos.

Com base nessas informações, foram estimadas arbitrariamente taxas de pagamento do lucro líquido em forma de dividendos e JCP que deveriam ser adotadas nos anos de projeção. Para os anos de 2015 e 2016 foi adotada uma taxa de 40%, mantendo a taxa igual à dos anos de 2013 e 2014, tendo em vista que a empresa deve continuar com elevados níveis de investimentos. Já para os anos de 2017 em diante, essa taxa aumenta para 55%, visto que os investimentos em logística devem diminuir sensivelmente desse ano em diante, como mostrado na seção anterior desse trabalho. Essas taxas de distribuição apresentadas foram aplicadas às projeções de lucro líquido para os exercícios futuros resultantes das DRE construídas anteriormente.

**Tabela 4.31** – Projeção dos dividendos da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Lucro Líquido	R\$ 518.793,45	R\$ 654.035,00	R\$ 807.235,68	R\$ 997.366,34	R\$ 1.204.464,74	R\$ 1.439.922,91	R\$ 1.708.662,11
Taxa de <i>payout</i>	40,00%	40,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%
Total de Dividendos e JCP	R\$ 207.517,38	R\$ 261.614,00	R\$ 443.979,62	R\$ 548.551,49	R\$ 662.455,60	R\$ 791.957,60	R\$ 939.764,16

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 4.2.3 Projeção dos ativos circulantes

Uma vez terminadas as projeções de CAPEX e dividendos, foi possível começar a projetar as contas do balanço patrimonial da Lojas Renner S.A. Começou-se as projeções de tais contas por aquelas que são parte do ativo circulante da empresa. No caso da Renner, as contas de ativos circulantes são cinco: Caixas e Equivalentes de Caixa, Contas a Receber, Estoques, Tributos a Recuperar e Despesas Antecipadas. Para cada conta foi adotada uma premissa diferente para projeção.

- **Caixa e Equivalentes de Caixa:** projetou-se a conta com relação ao total de Contas a Pagar da empresa no curto prazo (até um ano). A lógica por trás dessa premissa é que o que motiva uma empresa a manter recursos em caixa é o total de pagamentos que ela terá que fazer no futuro próximo. Entre os anos de 2011 e 2014, a Renner manteve em caixa um montante equivalente a uma média de 86,23% das suas obrigações de curto prazo. Porém, essa razão diminuiu sensivelmente em 2014 e deve continuar a diminuir ao longo dos anos. Essa diminuição faz sentido, visto que a empresa está fazendo grandes investimentos e, portanto, não pode mais se dar ao luxo de deixar tanto dinheiro parado. Dessa forma, para os anos seguintes foi projetada uma diminuição gradativa da relação até que se atingiu o limite de 60%. Após o atingimento dos 60%, escolhido arbitrariamente, essa taxa foi mantida constante para os anos seguintes. A forma como o total de contas a pagar foi projetado é apresentado na seção 4.2.5 do trabalho.
- **Contas a receber:** as projeções do total de contas a receber da empresa no prazo de até um ano, que são os recebíveis classificados como circulantes, foram feitas com base na Receita Operacional Líquida. A ideia é que os recebíveis da empresa são resultantes de suas vendas feitas em crédito, as quais são uma parcela de suas vendas totais, venda totais das quais a ROL é uma boa aproximação. Dessa forma, foi estimado para o futuro uma manutenção da razão Contas a Receber/ROL histórica. Entre os anos de 2011 e 2014, as Contas a Receber no curto prazo representavam em média 35,14% da ROL dos exercícios, assim, essa foi a proporção usada para projetar a conta para o futuro.
- **Estoques:** o total de estoques da Renner foi projetado com base nos seus Custos de Bens e Serviços Vendidos de cada exercício. Antes de ser alocado como custo, os produtos para venda são alocados como ativos, na conta Estoque. Quando uma venda é realizada,

se diminui o custo referente à venda do total de estoques, e esse valor é alocado como nos Custos de Bens e Serviços Vendidos. Portanto, os estoques finais de um exercício são os produtos que não foram vendidos ao longo desse exercício. Com isso, para fins de projeção, foi adotada a premissa de que os estoques continuarão a representar a mesma proporção dos custos, ou seja, que a proporção de produtos vendidos e produtos não vendidos será mantida. Entre os anos de 2011 e 2014, os estoques representavam em média 28,01% dos custos da Renner, e essa foi então a taxa usada para projeção dos estoques.

- **Tributos a recuperar:** o total de Tributos a Recuperar foi mantido constante nos anos de 2015 a 2021, com base no valor ao final do exercício de 2014. A conta representava ao final de 2014 apenas 1,95% do total de ativos circulantes, e por essa razão não foi vista a necessidade de se aprofundar muito em sua projeção. O montante de tributos a recuperar era ao final do exercício de 2014 equivalente a R\$ 68.127.000,00, e foi mantido assim até 2021.
- **Despesas antecipadas:** assim como na conta anterior, a representatividade das Despesas Antecipadas no total de ativos circulantes é historicamente muito baixa (0,1% ao final de 2014). Com isso, foi adotado o mesmo critério usado com a conta Tributos a Recuperar, e foi mantido para os anos de 2015 a 2021 o montante de Despesas Antecipadas do final do exercício de 2014, R\$ 3.397.000,00.

O resultado das projeções das contas pertencentes ao Ativo Circulante da Lojas Renner S.A. para os anos de 2015 a 2021 é apresentado na Tabela 4.32.



**Tabela 4.32** – Projeção dos ativos circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>ATIVOS CIRCULANTES</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Caixa e Equivalentes de Caixa</b>	<b>R\$ 956.514,65</b>	<b>R\$ 1.034.926,29</b>	<b>R\$ 1.106.758,01</b>	<b>R\$ 1.174.957,27</b>	<b>R\$ 1.344.684,29</b>	<b>R\$ 1.532.778,26</b>	<b>R\$ 1.742.987,89</b>
Caixa/Contas a Pagar no CP	75,00%	70,00%	65,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
<b>Contas a Receber</b>	<b>R\$ 2.208.864,26</b>	<b>R\$ 2.565.191,26</b>	<b>R\$ 2.974.859,69</b>	<b>R\$ 3.452.916,94</b>	<b>R\$ 3.986.601,31</b>	<b>R\$ 4.582.761,13</b>	<b>R\$ 5.253.826,15</b>
ROL	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
Contas a Receber/ROL	35,14%	35,14%	35,14%	35,14%	35,14%	35,14%	35,14%
<b>Estoques</b>	<b>R\$ 745.890,50</b>	<b>R\$ 866.215,20</b>	<b>R\$ 1.004.552,26</b>	<b>R\$ 1.165.982,89</b>	<b>R\$ 1.346.197,73</b>	<b>R\$ 1.547.509,30</b>	<b>R\$ 1.774.114,91</b>
Custos dos Bens e Serviços Vendidos	R\$ 2.662.820,10	R\$ 3.092.377,82	R\$ 3.586.239,47	R\$ 4.162.544,89	R\$ 4.805.909,68	R\$ 5.524.589,58	R\$ 6.333.568,86
Estoques/Custos	28,01%	28,01%	28,01%	28,01%	28,01%	28,01%	28,01%
<b>Tributos a Recuperar</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>	<b>R\$ 68.127,00</b>
<b>Despesas Antecipadas</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>	<b>R\$ 3.397,00</b>
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 3.982.793,40</b>	<b>R\$ 4.537.856,75</b>	<b>R\$ 5.157.693,95</b>	<b>R\$ 5.865.381,10</b>	<b>R\$ 6.749.007,33</b>	<b>R\$ 7.734.572,69</b>	<b>R\$ 8.842.452,94</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.2.4 Projeção dos ativos não circulantes

Terminadas as projeções dos Ativos Circulantes da Lojas Renner, foram feitas as projeções dos Ativos Não Circulantes da empresa. As contas que compõem essa seção do Balanço Patrimonial da Renner são: Contas a Receber, Outros Ativos não circulantes, Tributos Diferidos, Investimentos em outras empresas, Ativos Imobilizados e Ativos Intangíveis. Novamente, para cada conta foi utilizada uma premissa para projeção.

- **Contas a receber:** para projetar os recebíveis com prazo acima de um ano usou-se a mesma premissa adotada na projeção daqueles recebíveis de curto prazo, apresentada na seção 4.2.3. Ou seja, o total de Contas a Receber integrante do ativo não circulante foi projetado com base na ROL de cada exercício futuro, mantendo a mesma proporção. No entanto, considerou-se apenas os anos de 2013 e 2014 como base para a projeção, visto que ao final do exercício de 2012 a razão Contas a Receber/ROL destoava muito dos outros anos, podendo comprometer o cálculo da taxa média histórica. Como ao final dos anos de 2013 e 2014 as Contas a Receber no longo prazo representavam em média 0,13% da ROL dos exercícios, essa foi a taxa usada para a projeção da conta para os anos de 2015 a 2021.
- **Outros ativos não circulantes:** o montante total de ativos englobado na conta Outros Ativos não circulantes foi mantido constante entre os anos de 2015 e 2021, devido a sua baixa representatividade no total de ativos não circulantes (2,57% ao fim de 2014), que tornava desnecessário um aprofundamento maior. Como ao final de 2014 o montante total de Outros Ativos não circulantes era de R\$ 46.817.000,00, esse valor foi mantido para os anos de 2015 a 2021.
- **Tributos diferidos:** uma vez que durante as projeções das DRE não se considerou o diferimento de nenhum tributo nos exercícios de 2015 a 2021, foi projetado para a conta Tributos Diferidos do BP a manutenção do seu montante do final de 2014. Ao final do exercício de 2014, a Lojas Renner possuía R\$ 95.670.000,00 em tributos diferidos, o que foi mantido para os anos seguintes.

- **Investimentos em outras empresas:** o montante de ativos da Lojas Renner representado por investimentos em outras empresas se manteve inalterado durante os anos de 2011 a 2014, em R\$ 63.000,00. Com isso, foi projetado para o futuro a manutenção desse mesmo valor.
- **Ativos imobilizados:** o total de ativos imobilizados ao final de cada exercício foi projetado com base nas projeções de depreciação apresentadas na seção 4.1.3, e nas projeções de investimentos em ativos imobilizados apresentadas na seção 4.2.1. O que foi feito para determinar o saldo final da conta em cada exercício foi simplesmente adicionar a previsão de investimento do período ao montante observado ao final do exercício anterior, além de subtrair a previsão de depreciação para o período em questão. Foi feito isso seguidamente até que se tivesse um valor para todos os anos de projeção, como mostra a Tabela 4.33.

**Tabela 4.33** – Projeção dos ativos imobilizados da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo ao final de t-1	R\$ 1.304.065,02	R\$ 1.525.941,56	R\$ 1.718.707,54	R\$ 1.839.202,21	R\$ 1.961.559,39	R\$ 2.080.879,95	R\$ 2.204.551,82
Aquisição de Imobilizado em t	R\$ 409.637,24	R\$ 412.472,71	R\$ 367.956,06	R\$ 387.167,51	R\$ 401.748,03	R\$ 423.279,23	R\$ 445.421,78
Depreciação em t	-R\$ 187.760,70	-R\$ 219.706,73	-R\$ 247.461,39	-R\$ 264.810,34	-R\$ 282.427,46	-R\$ 299.607,36	-R\$ 317.413,78
Saldo ao final de t	R\$ 1.525.941,56	R\$ 1.718.707,54	R\$ 1.839.202,21	R\$ 1.961.559,39	R\$ 2.080.879,95	R\$ 2.204.551,82	R\$ 2.332.559,83

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

- **Ativos intangíveis:** Seguindo a mesma linha dos ativos imobilizados, os montantes de ativos intangíveis ao final dos exercícios futuros foram estimados com base nas projeções de investimentos em ativos intangíveis apresentadas na seção 4.2.1, e nas projeções de amortização apresentadas na seção 4.1.3. Para cada ano, foi adicionado ao montante do final do exercício precedente a previsão de investimentos em intangíveis para o exercício em questão, e foi subtraída a previsão de amortização para esse mesmo exercício. Esse processo foi repetido para todos os sete anos de projeção, como mostrado na Tabela 4.34.

**Tabela 4.34** – Projeção dos ativos intangíveis da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo ao final de t-1	R\$ 368.084,00	R\$ 368.039,40	R\$ 378.984,96	R\$ 400.530,69	R\$ 432.822,56	R\$ 475.586,18	R\$ 528.809,03
Aquisição de Intangível em t	R\$ 68.076,58	R\$ 79.058,48	R\$ 91.684,35	R\$ 106.417,94	R\$ 122.865,94	R\$ 141.239,42	R\$ 161.921,46
Amortização em t	-R\$ 68.121,18	-R\$ 68.112,93	-R\$ 70.138,62	-R\$ 74.126,08	-R\$ 80.102,32	-R\$ 88.016,57	-R\$ 97.866,51
Saldo ao final de t	R\$ 368.039,40	R\$ 378.984,96	R\$ 400.530,69	R\$ 432.822,56	R\$ 475.586,18	R\$ 528.809,03	R\$ 592.863,99

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Os resultados das projeções de todas as contas componentes do *Ativo Não Circulante* da Lojas Renner são apresentados na Tabela 4.35. A Tabela 4.36 mostra como ficou a projeção de toda a seção de *Ativos* do Balanço Patrimonial da empresa.

**Tabela 4.35** – Projeção dos ativos não circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>ATIVOS NÃO CIRCULANTES</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Contas a Receber no Longo Prazo</b>	<b>R\$ 8.292,02</b>	<b>R\$ 9.629,66</b>	<b>R\$ 11.167,54</b>	<b>R\$ 12.962,16</b>	<b>R\$ 14.965,60</b>	<b>R\$ 17.203,56</b>	<b>R\$ 19.722,72</b>
ROL	R\$ 6.285.812,58	R\$ 7.299.820,00	R\$ 8.465.622,27	R\$ 9.826.040,07	R\$ 11.344.757,20	R\$ 13.041.262,03	R\$ 14.950.926,19
Contas a Receber no LP/ROL	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
<b>Outros Ativos Não Circulantes</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>	<b>R\$ 46.817,00</b>
<b>Tributos Diferidos</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>	<b>R\$ 95.670,00</b>
<b>Investimentos</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>	<b>R\$ 63,00</b>
<b>Imobilizado</b>	<b>R\$ 1.525.941,56</b>	<b>R\$ 1.718.707,54</b>	<b>R\$ 1.839.202,21</b>	<b>R\$ 1.961.559,39</b>	<b>R\$ 2.080.879,95</b>	<b>R\$ 2.204.551,82</b>	<b>R\$ 2.332.559,83</b>
Investimentos em Imobilizado	R\$ 409.637,24	R\$ 412.472,71	R\$ 367.956,06	R\$ 387.167,51	R\$ 401.748,03	R\$ 423.279,23	R\$ 445.421,78
Depreciação	R\$ 187.760,70	R\$ 219.706,73	R\$ 247.461,39	R\$ 264.810,34	R\$ 282.427,46	R\$ 299.607,36	R\$ 317.413,78
<b>Intangível</b>	<b>R\$ 368.039,40</b>	<b>R\$ 378.984,96</b>	<b>R\$ 400.530,69</b>	<b>R\$ 432.822,56</b>	<b>R\$ 475.586,18</b>	<b>R\$ 528.809,03</b>	<b>R\$ 592.863,99</b>
Investimentos em Intangível	R\$ 68.076,58	R\$ 79.058,48	R\$ 91.684,35	R\$ 106.417,94	R\$ 122.865,94	R\$ 141.239,42	R\$ 161.921,46
Amortização de Intangível	R\$ 68.121,18	R\$ 68.112,93	R\$ 70.138,62	R\$ 74.126,08	R\$ 80.102,32	R\$ 88.016,57	R\$ 97.866,51
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 2.044.822,98</b>	<b>R\$ 2.249.872,16</b>	<b>R\$ 2.393.450,45</b>	<b>R\$ 2.549.894,10</b>	<b>R\$ 2.713.981,73</b>	<b>R\$ 2.893.114,42</b>	<b>R\$ 3.087.696,54</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.36** – Projeção dos ativos totais da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>ATIVOS LOJAS RENNER</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>R\$ 6.027.616,38</b>	<b>R\$ 6.787.728,91</b>	<b>R\$ 7.551.144,40</b>	<b>R\$ 8.415.275,19</b>	<b>R\$ 9.462.989,05</b>	<b>R\$ 10.627.687,11</b>	<b>R\$ 11.930.149,48</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>R\$ 3.982.793,40</b>	<b>R\$ 4.537.856,75</b>	<b>R\$ 5.157.693,95</b>	<b>R\$ 5.865.381,10</b>	<b>R\$ 6.749.007,33</b>	<b>R\$ 7.734.572,69</b>	<b>R\$ 8.842.452,94</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	R\$ 956.514,65	R\$ 1.034.926,29	R\$ 1.106.758,01	R\$ 1.174.957,27	R\$ 1.344.684,29	R\$ 1.532.778,26	R\$ 1.742.987,89
Contas a receber	R\$ 2.208.864,26	R\$ 2.565.191,26	R\$ 2.974.859,69	R\$ 3.452.916,94	R\$ 3.986.601,31	R\$ 4.582.761,13	R\$ 5.253.826,15
Estoques	R\$ 745.890,50	R\$ 866.215,20	R\$ 1.004.552,26	R\$ 1.165.982,89	R\$ 1.346.197,73	R\$ 1.547.509,30	R\$ 1.774.114,91
Tributos a recuperar	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00	R\$ 68.127,00
Despesas Antecipadas	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00	R\$ 3.397,00
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>R\$ 2.044.822,98</b>	<b>R\$ 2.249.872,16</b>	<b>R\$ 2.393.450,45</b>	<b>R\$ 2.549.894,10</b>	<b>R\$ 2.713.981,73</b>	<b>R\$ 2.893.114,42</b>	<b>R\$ 3.087.696,54</b>
Contas a receber no Longo Prazo	R\$ 8.292,02	R\$ 9.629,66	R\$ 11.167,54	R\$ 12.962,16	R\$ 14.965,60	R\$ 17.203,56	R\$ 19.722,72
Outros Ativos Não Circulantes	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00	R\$ 46.817,00
Tributos Diferidos	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00	R\$ 95.670,00
Investimentos	R\$ 63,00	R\$ 63,00	R\$ 63,00	R\$ 63,00	R\$ 63,00	R\$ 63,00	R\$ 63,00
Imobilizado	R\$ 1.525.941,56	R\$ 1.718.707,54	R\$ 1.839.202,21	R\$ 1.961.559,39	R\$ 2.080.879,95	R\$ 2.204.551,82	R\$ 2.332.559,83
Intangível	R\$ 368.039,40	R\$ 378.984,96	R\$ 400.530,69	R\$ 432.822,56	R\$ 475.586,18	R\$ 528.809,03	R\$ 592.863,99

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.2.5 Projeção dos passivos circulantes

Terminadas as projeções dos ativos, passou-se a projetar os passivos que compõem o Balanço Patrimonial da Lojas Renner S.A. Começou-se essas projeções pelas contas de passivos que formam os passivos circulantes da empresa, que são: Contas a Pagar, Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo, Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio a Pagar, Outros Passivos Circulantes e Provisões de Curto Prazo. As premissas usadas para as projeções dessas contas são apresentadas nessa seção.

- **Contas a pagar:** as projeções das obrigações de pagamentos das Lojas Renner com vencimentos inferiores a um ano, foram feitas com base do total de despesas operacionais de cada exercício. O que motivou essa decisão foi a noção de que as obrigações de pagamentos de uma empresa são, em geral, resultantes de despesas operacionais. Ou seja, despesas operacionais geram saídas de caixa e a Renner apenas consegue atrasar o pagamento de parte dessas despesas, o que resulta nas suas contas a pagar. Observando o histórico dessa relação contas a pagar/despesas operacionais, conclui-se que as contas a pagar no curto prazo da Lojas Renner têm um montante equivalente a, em média, 51,86% das despesas operacionais totais da empresa, e variam pouco ao longo dos anos. Dessa forma, foi adotada a premissa de que essa relação deve se manter no futuro e, com base nas despesas operacionais projetadas na construção das DRE futuras, foram estimados os montantes de obrigações de curto prazo da Renner para os anos de 2015 a 2021. Poder-se-ia também fazer tais projeções com base nas compras feitas de insumos/produtos para vendas, porém para isso seria necessário considerar tanto os custos de produtos e serviços vendidos como os estoques adquiridos de cada exercício. Isso pareceu um esforço desnecessário, uma vez que a relação entre as contas a pagar e as despesas operacionais se mostrou um bom parâmetro para a projeção dessas obrigações.
- **Empréstimos e financiamentos de curto prazo:** assim como o feito para a dívida de longo prazo, e que será visto na próxima seção desse trabalho, os empréstimos e financiamentos de curto prazo da Lojas Renner foram projetados como conta de chegada para fechar o balanço. Ou seja, usou-se o endividamento da empresa para garantir que todos os ativos teriam uma contrapartida. A escolha de usar essa conta para fazê-lo foi a noção de que todos os ativos foram projetados com base nas necessidades e capacidades operacionais da empresa e no seu plano de expansão, assim como feito para a maioria das

contas do passivo e do patrimônio líquido. Caso esses ativos não fossem contemplados totalmente pelos passivos (excluindo os empréstimos e financiamentos) acrescidos do patrimônio líquido, eles teriam de ser financiados com capital externo. O *split* entre dívida de curto e longo prazo foi feito com base na composição da dívida total da empresa ao final do ano de 2014, quando 28,62% da dívida total era composta por obrigações curto prazo e 71,38% por dívidas de prazo superior a um ano. É importante observar, porém, que mesmo sendo projetados de uma maneira pouco trabalhada, o montante de empréstimos e financiamentos de curto prazo das Lojas Renner se manteve entre os anos de 2015 e 2021 em patamares bem razoáveis.

- **Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar:** para projeção dos dividendos e JCP a pagar para os anos de 2015 a 2021, foi adotada a premissa de que a empresa continuaria a reter para pagamento futuro a mesma parcela histórica dos seus dividendos distribuído. Ou seja, foi estimado que a Renner continuaria a reter para pagamento em exercícios futuros a mesma porcentagem dos dividendos distribuídos ao final de cada exercício. Entre os anos de 2011 e 2014, os dividendos e JCP retidos representaram ao final dos exercícios uma média de 29,46% dos dividendos referentes àqueles exercícios. Foi então projetada a manutenção dessa taxa, que foi aplicada às projeções de distribuição de dividendos já apresentadas.
- **Outros passivos circulantes:** o montante de passivos que compõem a conta Outros Passivos Circulantes foi mantido constante entre os anos de 2015 e 2021 com base no valor ao final do ano de 2014. A heterogeneidade dos passivos que compõem essa conta impossibilitaria projeções mais assertivas, além do que o elevado valor ao final de 2014, se comparado aos anos anteriores, torna a manutenção desse valor uma estimativa bem conservadora. A conta tinha um total de R\$ 366.637.020,00 ao final de 2014 e esse foi então o valor projetado até 2021.
- **Provisões para Curto Prazo:** assim como a conta anterior, o montante de provisões de curto prazo da Lojas Renner foi mantido constante entre os anos de projeção, com base no valor da conta ao final de 2014. O que justifica essa escolha foi a baixa representatividade de conta no total dos passivos circulantes (uma média de 1,24% entre



2011 e 2014). Como ao final de 2014 o valor da conta era de R\$ 23.998.000,00, esse foi o valor projetado.

Os resultados das projeções de todas as contas componentes do passivo circulante da Lojas Renner são apresentados na Tabela 4.37.

**Tabela 4.37:** Projeção dos passivos circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>PASSIVOS CIRCULANTES</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Contas a Pagar</b>	<b>R\$ 1.275.352,86</b>	<b>R\$ 1.478.466,13</b>	<b>R\$ 1.702.704,63</b>	<b>R\$ 1.958.262,11</b>	<b>R\$ 2.241.140,48</b>	<b>R\$ 2.554.630,43</b>	<b>R\$ 2.904.979,81</b>
Total de DO	R\$ 2.459.064,78	R\$ 2.850.696,53	R\$ 3.283.060,78	R\$ 3.775.812,58	R\$ 4.321.242,98	R\$ 4.925.696,95	R\$ 5.601.221,23
% da DO	51,86%	51,86%	51,86%	51,86%	51,86%	51,86%	51,86%
<b>Empréstimos e Financiamentos de CP</b>	<b>R\$ 620.393,05</b>	<b>R\$ 662.935,93</b>	<b>R\$ 697.911,45</b>	<b>R\$ 734.819,55</b>	<b>R\$ 788.991,39</b>	<b>R\$ 836.243,29</b>	<b>R\$ 876.219,94</b>
% do endividamento total	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29
<b>Dividendos e JCP a Pagar</b>	<b>R\$ 61.126,18</b>	<b>R\$ 77.060,85</b>	<b>R\$ 130.778,35</b>	<b>R\$ 161.580,97</b>	<b>R\$ 195.132,49</b>	<b>R\$ 233.278,52</b>	<b>R\$ 276.816,32</b>
Dividendo pago	R\$ 207.517,38	R\$ 261.614,00	R\$ 443.979,62	R\$ 548.551,49	R\$ 662.455,60	R\$ 791.957,60	R\$ 939.764,16
% dos dividendos retido	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29	R\$ 0,29
<b>Outros Passivos Circulantes</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>	<b>R\$ 366.637,02</b>
<b>Provisões para CP</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>	<b>R\$ 23.998,00</b>
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 2.347.507,11</b>	<b>R\$ 2.609.097,93</b>	<b>R\$ 2.922.029,44</b>	<b>R\$ 3.245.297,65</b>	<b>R\$ 3.615.899,38</b>	<b>R\$ 4.014.787,26</b>	<b>R\$ 4.448.651,09</b>

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

#### 4.2.6 Projeção dos passivos não circulantes

Para terminar a projeção dos passivos totais da Lojas Renner, faltavam projetar as contas componentes do passivo não circulante da empresa, que são: Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo, Provisões de Longo Prazo e Outros Passivos não Circulantes. Nessa seção, são abordadas as premissas adotadas para as projeções.

- **Empréstimos e financiamentos de longo prazo:** assim como visto na seção anterior desse trabalho, o endividamento total da Lojas Renner foi projetado como conta de chegada para fechar os balanços patrimoniais. Cabe lembrar que o *split* entre dívidas de curto e longo prazo foi feito com base na composição da dívida total da Renner ao final do exercício de 2014. Assim como no caso dos empréstimos de curto prazo, a previsão dos empréstimos de longo prazo ficou bem condizente com o nível de endividamento histórico da empresa.
- **Provisões de longo prazo:** devido à baixa representatividade da conta, o montante de provisões de longo prazo da Lojas Renner foi mantido constante entre os anos de 2015 e 2021, com base no valor ao final do exercício de 2014. O saldo da conta ao final de 2014 era de R\$ 26.259.000,00.
- **Outros passivos não circulantes:** mais uma vez, a baixa representatividade da conta fez-se adotar a premissa de que seu montante não sofreria alterações entre os anos de 2015 e 2021, tendo seu saldo ao final de 2014 como valor fixo. Ao final do exercício de 2014, a Lojas Renner tinha um saldo de R\$ 7.182.000,00 nessa conta.

Terminadas as projeções dos passivos não circulantes, todos os passivos da Lojas Renner S.A. estavam projetados para os anos de 2015 a 2021. A Tabela 4.38 mostra como ficaram as projeções dos passivos não circulantes, enquanto a Tabela 4.39 mostra como ficaram as projeções dos passivos totais da empresa.

**Tabela 4.38** - Projeção dos passivos não circulantes da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>PASSIVOS NÃO CIRCULANTE</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Empréstimos e Financiamentos de LP</b>	<b>R\$ 1.547.242,21</b>	<b>R\$ 1.653.342,92</b>	<b>R\$ 1.740.570,84</b>	<b>R\$ 1.832.618,57</b>	<b>R\$ 1.967.721,57</b>	<b>R\$ 2.085.566,44</b>	<b>R\$ 2.185.267,03</b>
% do endividamento total	71,38%	71,38%	71,38%	71,38%	71,38%	71,38%	71,38%
<b>Provisões para LP</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>	<b>R\$ 26.259,00</b>
<b>Outros Passivos não circulantes</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>	<b>R\$ 7.182,00</b>
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</b>	<b>R\$ 1.580.683,21</b>	<b>R\$ 1.686.783,92</b>	<b>R\$ 1.774.011,84</b>	<b>R\$ 1.866.059,57</b>	<b>R\$ 2.001.162,57</b>	<b>R\$ 2.119.007,44</b>	<b>R\$ 2.218.708,03</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.39** – Projeção dos ativos totais da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>PASSIVOS LOJAS RENNER</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>R\$ 3.928.190,32</b>	<b>R\$ 4.295.881,84</b>	<b>R\$ 4.696.041,28</b>	<b>R\$ 5.111.357,22</b>	<b>R\$ 5.617.061,95</b>	<b>R\$ 6.133.794,70</b>	<b>R\$ 6.667.359,12</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>R\$ 2.347.507,11</b>	<b>R\$ 2.609.097,93</b>	<b>R\$ 2.922.029,44</b>	<b>R\$ 3.245.297,65</b>	<b>R\$ 3.615.899,38</b>	<b>R\$ 4.014.787,26</b>	<b>R\$ 4.448.651,09</b>
Contas a Pagar	R\$ 1.275.352,86	R\$ 1.478.466,13	R\$ 1.702.704,63	R\$ 1.958.262,11	R\$ 2.241.140,48	R\$ 2.554.630,43	R\$ 2.904.979,81
Empréstimos e Financiamentos de CP	R\$ 620.393,05	R\$ 662.935,93	R\$ 697.911,45	R\$ 734.819,55	R\$ 788.991,39	R\$ 836.243,29	R\$ 876.219,94
Dividendos e JCP a Pagar	R\$ 61.126,18	R\$ 77.060,85	R\$ 130.778,35	R\$ 161.580,97	R\$ 195.132,49	R\$ 233.278,52	R\$ 276.816,32
Outros Passivos Circulantes	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02	R\$ 366.637,02
Provisões para CP	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00	R\$ 23.998,00
<b>Passivo não Circulante</b>	<b>R\$ 1.580.683,21</b>	<b>R\$ 1.686.783,92</b>	<b>R\$ 1.774.011,84</b>	<b>R\$ 1.866.059,57</b>	<b>R\$ 2.001.162,57</b>	<b>R\$ 2.119.007,44</b>	<b>R\$ 2.218.708,03</b>
Empréstimos e Financiamentos de LP	R\$ 1.547.242,21	R\$ 1.653.342,92	R\$ 1.740.570,84	R\$ 1.832.618,57	R\$ 1.967.721,57	R\$ 2.085.566,44	R\$ 2.185.267,03
Provisões para LP	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00	R\$ 26.259,00
Outros Passivos não circulantes	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00	R\$ 7.182,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.2.7 Projeção do patrimônio líquido

Uma vez projetados todos os ativos e passivos da Lojas Renner, faltava que fosse projetado o seu patrimônio líquido para os anos de 2015 a 2021 para que se terminasse de projetar seus balanços patrimoniais. Existem apenas quatro contas que compõem o PL da empresa em questão, que são: Capital Social Realizado, Reservas de Capital, Reservas de Lucros e Ajustes para Avaliação Patrimonial. São apresentadas nessa seção as premissas adotadas na projeção de cada uma dessas contas.

- **Capital social realizado:** analisando o histórico da empresa, existem duas maneiras que o capital social da Lojas Renner pode aumentar, com uma nova oferta de ações, ou com a transferência de recursos alocados como reservas para essa conta (por razões estatutárias). Elegeram-se não projetar nenhum desses acontecimentos para o futuro. Ou seja, por conservadorismo, decidiu-se não projetar novas emissões de ações por parte da empresa, ao mesmo tempo que por praticidade, decidiu-se deixar todos os recursos de reservas mantidos nas suas respectivas contas. Dessa forma, foi projetado para os anos de 2015 a 2021 a manutenção do montante de recursos alocados na conta de capital social realizado, com base no valor ao fim de 2014. Logo, durante toda a projeção, o valor se manteve em R\$ 750.852.990,00.
- **Reservas de capital:** como pode ser visto nos relatórios divulgados pela empresa, a conta de reservas de capital é composta por recursos alocados como reservas para possíveis recompras de ações. Por não poder afirmar sobre intenções da administração de recomprar ações, decidiu-se manter inalterado o montante da conta durante os anos de projeção, com base no seu valor ao fim de 2014. O valor projetado de reservas de capital para os anos de 2015 a 2021 foi então de R\$ 245.860.000,00.
- **Reservas de lucros:** a conta reservas lucros da Lojas Renner é composta por três subcontas: reservas legais, reservas para investimento e expansão, e reservas para dividendo adicional proposto. A subconta de reservas legais foi projetada com base na prática recente da empresa, que pode ser observada em seus demonstrativos: é adicionado à conta anualmente o valor equivalente a 5% do lucro líquido do exercício em questão. Já as reservas para investimento e expansão foram projetadas com base nas estimativas de lucro líquido, de constituição de reserva legais e de pagamentos de dividendos, todas

já apresentadas. Em outras palavras, foi adicionado anualmente à conta o restante do lucro líquido de cada exercício após a constituição das reservas legais e do pagamento dos dividendos. E por fim, a subconta referente à reservas para pagamentos de dividendos adicionais foi zerada, utilizando-se da premissa de que todos os dividendos seriam pagos ao final de cada exercício (saindo do balanço) ou alocados na conta de dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar, do passivo.

- **Ajustes de avaliação patrimonial:** pela baixa representatividade da conta e pela impossibilidade de prever com um grau de confiança considerável como ajustes futuros de avaliação patrimonial ocorrerão, elegeu-se adotar a premissa de que esses se manterão inalterados até 2021, com um montante equivalente ao apresentado ao final do exercício de 2014, R\$ 19.298.000,00.

Dessa forma, todas as contas componentes do patrimônio líquido da Lojas Renner estavam projetadas até o ano de 2021, o que marcou o término da projeção dos balanços patrimoniais da empresa para todo o período de estudo. O resultado das projeções do patrimônio líquido é apresentado na Tabela 4.40. A Tabela 4.41 mostra como ficou o BP da Renner para os sete anos de projeção.

**Tabela 4.40** – Projeção do patrimônio líquido da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
Capital Social Realizado	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99	R\$ 750.852,99
Reservas de Capital	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00	R\$ 245.860,00
Reservas de Lucros	R\$ 1.083.415,07	R\$ 1.475.836,07	R\$ 1.839.092,13	R\$ 2.287.906,98	R\$ 2.829.916,11	R\$ 3.477.881,42	R\$ 4.246.779,37
Ajustes de Avaliação Patrimonial	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00	R\$ 19.298,00
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO TOTAL</b>	<b>R\$ 3.561.235,20</b>	<b>R\$ 4.360.104,14</b>	<b>R\$ 5.057.451,30</b>	<b>R\$ 6.040.639,80</b>	<b>R\$ 7.217.852,34</b>	<b>R\$ 8.619.739,14</b>	<b>R\$ 10.278.467,68</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.41** – Projeção dos balanços patrimoniais da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>R\$ 6.027.616,38</b>	<b>R\$ 6.787.728,91</b>	<b>R\$ 7.551.144,40</b>	<b>R\$ 8.415.275,19</b>	<b>R\$ 9.462.989,05</b>	<b>R\$ 10.627.687,11</b>	<b>R\$ 11.930.149,48</b>
Ativo Circulante	R\$ 3.982.793,40	R\$ 4.537.856,75	R\$ 5.157.693,95	R\$ 5.865.381,10	R\$ 6.749.007,33	R\$ 7.734.572,69	R\$ 8.842.452,94
Ativo Não Circulante	R\$ 2.044.822,98	R\$ 2.249.872,16	R\$ 2.393.450,45	R\$ 2.549.894,10	R\$ 2.713.981,73	R\$ 2.893.114,42	R\$ 3.087.696,54
<b>PASSIVO + PL TOTAL</b>	<b>R\$ 6.027.616,38</b>	<b>R\$ 6.787.728,91</b>	<b>R\$ 7.551.144,40</b>	<b>R\$ 8.415.275,19</b>	<b>R\$ 9.462.989,05</b>	<b>R\$ 10.627.687,11</b>	<b>R\$ 11.930.149,48</b>
Passivo Circulante	R\$ 2.347.507,11	R\$ 2.609.097,93	R\$ 2.922.029,44	R\$ 3.245.297,65	R\$ 3.615.899,38	R\$ 4.014.787,26	R\$ 4.448.651,09
Passivo Não Circulante	R\$ 1.580.683,21	R\$ 1.686.783,92	R\$ 1.774.011,84	R\$ 1.866.059,57	R\$ 2.001.162,57	R\$ 2.119.007,44	R\$ 2.218.708,03
Patrimônio Líquido	R\$ 2.099.426,06	R\$ 2.491.847,06	R\$ 2.855.103,12	R\$ 3.303.917,97	R\$ 3.845.927,10	R\$ 4.493.892,41	R\$ 5.262.790,36

Fonte: Elaborado pelo autor.



### 4.3 PROJEÇÃO DOS DEMONSTRATIVOS DE FLUXO DE CAIXA

Uma vez projetados para os anos de estudos tanto os demonstrativos de resultados quanto os balanços patrimoniais, haviam sido projetados todos os elementos necessários para que fosse possível a elaboração dos demonstrativos de fluxos de caixa (DFC) da Lojas Renner até 2021. De certa forma, o DFC é apenas uma maneira diferente de organizar informações já apresentadas e não exigiu que fossem feitas novas projeções ou que fossem adotadas novas premissas. Esse demonstrativo contábil nada mais é do que um relato dos acontecimentos de um exercício com a adoção do regime de contabilidade de caixa, e não o de competência, como é a DRE.

O demonstrativo de fluxo de caixa demonstra, em última instância, quanto de caixa foi gerado ou aplicado pela empresa em suas atividades, de diferentes naturezas. Dessa forma, são calculados durante a construção de um DFC três elementos: o fluxo de caixa das atividades operacionais, o fluxo de caixa das atividades de investimento e o fluxo de caixa das atividades de financiamento. Nessa seção do trabalho será apresentado então como foram calculados esses elementos.

#### 4.3.1 Cálculo do fluxo de caixa das atividades operacionais

Quando se calcula o fluxo de caixa das atividades operacionais do exercício de uma empresa parte-se do lucro líquido dessa empresa no período, o qual é, de certa forma, o resultado gerado pelas atividades da empresa. A esse lucro, adicionam-se todas as despesas registradas no exercício que não representam saídas de caixa, como depreciação e amortização. São adicionados também variações positivas em todos os passivos da empresa (com exceção de empréstimos e financiamentos, que são referentes a atividades de financiamento), uma vez que aumentos nos passivos são registrados como despesas na DRE mas não resultam em saídas de caixa. Ao mesmo tempo é subtraído desse montante todas as variações positivas nos ativos da empresa, excludentes aquelas ocorridas nas contas de caixa e equivalentes (que é abordada em outra seção do demonstrativo), ativos imobilizados, ativos intangíveis e investimentos em outras empresas (todas essas últimas contas referem-se a atividades de investimento). Subtrai-se aumentos em ativos pois eles representam direitos da empresa, mas não resultaram em entradas de caixa. Feitas todas essas alterações, chega-se ao montante de caixa gerado pela empresa durante o exercício com suas atividades operacionais.

**Tabela 4.42** – Projeção do fluxo de caixa operacional da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>R\$ 518.793,45</b>	<b>R\$ 654.035,00</b>	<b>R\$ 807.235,68</b>	<b>R\$ 997.366,34</b>	<b>R\$ 1.204.464,74</b>	<b>R\$ 1.439.922,91</b>	<b>R\$ 1.708.662,11</b>
(+) Depreciações e amortizações	R\$ 255.881,88	R\$ 287.819,66	R\$ 317.600,00	R\$ 338.936,42	R\$ 362.529,78	R\$ 387.623,94	R\$ 415.280,28
(+) Aumento em provisões	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
(-) Aumento nas contas a receber	-R\$ 228.479,27	-R\$ 357.664,64	-R\$ 411.206,31	-R\$ 479.851,86	-R\$ 535.687,82	-R\$ 598.397,79	-R\$ 673.584,18
(-) Aumento nos estoques	-R\$ 133.590,47	-R\$ 120.324,70	-R\$ 138.337,06	-R\$ 161.430,64	-R\$ 180.214,83	-R\$ 201.311,58	-R\$ 226.605,60
(-) Aumento em outros ativos	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
(+) Aumento em outros passivos	-R\$ 1.986,82	R\$ 15.934,67	R\$ 53.717,50	R\$ 30.802,62	R\$ 33.551,52	R\$ 38.146,02	R\$ 43.537,80
(+) Aumento em contas a pagar	R\$ 251.275,84	R\$ 203.113,27	R\$ 224.238,50	R\$ 255.557,49	R\$ 282.878,36	R\$ 313.489,95	R\$ 350.349,38
<b>Caixa gerado pelas atividades operacionais</b>	<b>R\$ 661.894,62</b>	<b>R\$ 682.913,25</b>	<b>R\$ 853.248,30</b>	<b>R\$ 981.380,37</b>	<b>R\$ 1.167.521,75</b>	<b>R\$ 1.379.473,47</b>	<b>R\$ 1.617.639,80</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 4.3.2 Cálculo do fluxo de caixa das atividades de investimento

O fluxo de caixa das atividades de investimento é composto pelos investimentos feitos pela empresa na aquisição de ativos imobilizados, ativos intangíveis e investimentos feitos em outras empresas. No caso da Renner, isso significa apenas os investimentos em imobilizados e intangíveis.

**Tabela 4.43** – Projeção do fluxo de caixa de investimentos da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Investimentos em imobilizado	R\$ 409.637,24	R\$ 412.472,71	R\$ 367.956,06	R\$ 387.167,51	R\$ 401.748,03	R\$ 423.279,23	R\$ 445.421,78
Investimentos em intangível	R\$ 68.076,58	R\$ 79.058,48	R\$ 91.684,35	R\$ 106.417,94	R\$ 122.865,94	R\$ 141.239,42	R\$ 161.921,46
<b>Caixa aplicado nas atividades de investimento</b>	<b>R\$ 477.713,82</b>	<b>R\$ 491.531,20</b>	<b>R\$ 459.640,41</b>	<b>R\$ 493.585,45</b>	<b>R\$ 524.613,97</b>	<b>R\$ 564.518,66</b>	<b>R\$ 607.343,24</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 4.3.3 Cálculo do fluxo de caixa das atividades de financiamento

O fluxo de caixa de atividades de financiamento nada mais é do que as transferências de recursos entre a empresa e seus *stakeholders*: seus acionistas e seus credores. Em outras palavras, são consideradas partes de fluxo: aumentos no capital social da empresa, distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio, aumentos no endividamento da empresa e amortização de dívidas. Saídas de caixa diminuem o saldo final, enquanto entradas de caixa aumentam.

**Tabela 4.44** – Projeção do fluxo de caixa de financiamento da Lojas Renner (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
(+) Aumento de capital social	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
(+) Empréstimos tomados	R\$ 212.629,18	R\$ 148.643,59	R\$ 122.203,44	R\$ 128.955,84	R\$ 189.274,84	R\$ 165.096,77	R\$ 139.677,23
(-) JCP e dividendos pagos	-R\$ 207.517,38	-R\$ 261.614,00	-R\$ 443.979,62	-R\$ 548.551,49	-R\$ 662.455,60	-R\$ 791.957,60	-R\$ 939.764,16
(-) Dividendos retidos pagos	-R\$ 67.118,00	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
(-) Amortização de dívidas	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
<b>Caixa líquido aplicado nas atividades de financiamentos</b>	<b>-R\$ 62.006,20</b>	<b>-R\$ 112.970,41</b>	<b>-R\$ 321.776,18</b>	<b>-R\$ 419.595,65</b>	<b>-R\$ 473.180,76</b>	<b>-R\$ 626.860,83</b>	<b>-R\$ 800.086,93</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez calculados os fluxos de caixa de atividades operacionais, os fluxos de caixa de atividades de investimento, e os fluxos de caixa de atividades de financiamento, todas as partes necessárias para montar os demonstrativos de fluxo de caixa para os exercícios de 2015 a 2021 da Lojas Renner estavam prontas. Com isso, bastou organizar essas informações de maneira correta e os demonstrativos estavam finalizados, como mostra a Tabela 4.45.

**Tabela 4.45** – Projeção dos demonstrativos de fluxo de caixa da Lojas Renner (R\$ MIL).

<b>DEMONSTRATIVOS DE FLUXO DE CAIXA</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
(+) Caixa gerado pelas atividades operacionais	R\$ 661.894,62	R\$ 682.913,25	R\$ 853.248,30	R\$ 981.380,37	R\$ 1.167.521,75	R\$ 1.379.473,47	R\$ 1.617.639,80
(-) Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos	-R\$ 477.713,82	-R\$ 491.531,20	-R\$ 459.640,41	-R\$ 493.585,45	-R\$ 524.613,97	-R\$ 564.518,66	-R\$ 607.343,24
(-) Caixa líquido aplicado nas atividades de financiamentos	-R\$ 62.006,20	-R\$ 112.970,41	-R\$ 321.776,18	-R\$ 419.595,65	-R\$ 473.180,76	-R\$ 626.860,83	-R\$ 800.086,93
<b>Aumento em Caixa e Equivalentes de Caixa</b>	<b>R\$ 122.174,60</b>	<b>R\$ 78.411,64</b>	<b>R\$ 71.831,72</b>	<b>R\$ 68.199,26</b>	<b>R\$ 169.727,02</b>	<b>R\$ 188.093,97</b>	<b>R\$ 210.209,63</b>
Caixa e equivalentes de caixa no fim do exercício	R\$ 956.514,65	R\$ 1.034.926,29	R\$ 1.106.758,01	R\$ 1.174.957,27	R\$ 1.344.684,29	R\$ 1.532.778,26	R\$ 1.742.987,89
Caixa e equivalentes de caixa no início do exercício	R\$ 834.339,97	R\$ 956.514,65	R\$ 1.034.926,29	R\$ 1.106.758,01	R\$ 1.174.957,27	R\$ 1.344.684,29	R\$ 1.532.778,26
<b>Aumento em Caixa e Equivalentes de Caixa</b>	<b>R\$ 122.174,60</b>	<b>R\$ 78.411,64</b>	<b>R\$ 71.831,72</b>	<b>R\$ 68.199,26</b>	<b>R\$ 169.727,02</b>	<b>R\$ 188.093,97</b>	<b>R\$ 210.209,63</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

## 4.4 CÁLCULO DAS TAXAS DE DESCONTO

Projetados os fluxos de caixa da Lojas Renner S.A., expostos nos demonstrativos de fluxo de caixa, faltava apenas a definição das taxas de descontos que seriam usadas para que fosse possível a aplicação do método do fluxo de caixa descontado para precificar a empresa. Como visto anteriormente, para a aplicação do fluxo de caixa descontado para os acionistas, usa-se como taxa de desconto o custo do capital próprio da empresa. Já para na aplicação do fluxo de caixa descontado para a firma, usa-se o custo do capital médio ponderado (WACC), o qual depende tanto do custo do capital próprio, como do custo do capital de terceiros. Nessa seção do trabalho apresentaremos como foram calculadas essas duas taxas de desconto, que foram usadas durante o valuation.

### 4.4.1 Cálculo do custo do capital próprio

Assim como apresentado anteriormente, uma maneira de calcular o custo do capital próprio (CCP) de uma empresa é usando o modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). O modelo CAPM permite que se estime o retorno mínimo exigido para a ação de uma empresa, o qual é uma boa estimativa do seu CCP. Usou-se essa metodologia nesse trabalho.

Foram feitas algumas alterações na fórmula tradicional do CAPM apresentada anteriormente, de forma a permitir que fossem usados dados da economia americana em alguns pontos. De certa forma, o que foi feito foi usar a fórmula tradicional do CAPM com dados da economia americana para a taxa livre de risco e para o retorno médio do mercado. Para poder trazer o resultado desse cálculo para a realidade do mercado brasileiro, retirou-se desse valor de retorno mínimo exigido aquilo referente à inflação americana e adicionou-se um valor que representasse a inflação brasileira. Acrescentou-se também um adicional de risco referente aos riscos particulares da economia brasileira, o chamado *risco país*.

A fórmula ficou, então, da seguinte forma:

#### **Fórmula 4.1:** Custo do capital próprio

$$RE = \{ [ ((TLR + \text{Beta} \times (RM - TLR) + RP) + 1) / (1 + CPI) \times (1 + IPCA) ] - 1 \}$$

Fonte: Póvoa (2012). Adaptado pelo autor.

Em que:

- RE = Retorno esperado (*proxy* para o retorno mínimo exigido);
- TLR = Taxa Livre de Risco;
- Beta = Coeficiente beta das ações da Lojas Renner;
- RM = Retorno Médio do Mercado;
- RP = Risco País (Brasil, no caso);
- CPI = Taxa de inflação dos EUA;
- IPCA = Taxa de Inflação do Brasil.

Elegeram-se por usar como taxa livre de risco a taxa de juros paga pelo banco central americano nos títulos de longo prazo (dez anos) da dívida pública do país. Fez-se isso por entender que esse é um dos ativos mais seguros existentes. Com isso, foi feita uma média das taxas ofertadas pelo banco entre 2005 e 2014, e usou-se esse valor como estimativa das taxas para os anos de 2015 a 2021.

Como medida do retorno médio do mercado, usou-se o desempenho do S&P 500. O S&P 500 é um índice que considera o desempenho das quinhentas ações mais relevantes negociadas na bolsa de valores dos Estados Unidos, e pode ser considerado um dos melhores indicadores de desempenho do mercado de ações. Fez-se então uma média das variações sofridas pelo indicador entre os anos de 2005 e 2014, e o valor foi usado como estimativa para o retorno médio do mercado para os anos de 2015 a 2021.

Com os dados devidamente organizados, calculou-se então uma estimativa de retorno mínimo exigido para as ações da Lojas Renner S.A. para os anos de 2015 a 2021.

**Tabela 4.46** – Cálculo do Custo do Capital Próprio da Lojas Renner.

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Taxa Livre de Risco	2,04%	2,69%	3,01%	3,33%	3,33%	3,33%	3,33%
Retorno Médio do Mercado	-1,37%	2,93%	5,08%	7,23%	7,23%	7,23%	7,23%
Prêmio do Risco	-3,41%	0,24%	2,07%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Risco Brasil	4,80%	3,62%	3,03%	2,44%	2,44%	2,44%	2,44%
Beta Lojas Renner	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Inflação EUA (CPI)	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Inflação Brasil (IPCA)	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
<b>Retorno Esperado</b>	<b>12,01%</b>	<b>10,34%</b>	<b>10,35%</b>	<b>11,12%</b>	<b>11,12%</b>	<b>11,12%</b>	<b>11,12%</b>

Fonte: Elaboração do autor, Bloomberg.

#### 4.4.2 Cálculo do WACC

Já tendo calculado o custo do capital próprio da Lojas Renner, bastava ponderá-lo com o custo do capital de terceiros para encontrar o custo do capital médio ponderado. Para fazer essa ponderação, como apresentado anteriormente, basta soma os respectivos custos de capital de cada natureza, ponderados pela participação do capital de terceiros (dívida bruta) e do capital próprio (patrimônio líquido) no financiamento total da empresa.

A representatividade de cada fonte de financiamento para a Lojas Renner pode ser encontrada utilizando-se de dados que foram projetados para a construção dos balanços patrimoniais para os anos de 2015 a 2021. Já o custo do capital de terceiros nada mais é do que a taxa de juros paga pela empresa projetada para projeção das despesas financeiras da empresa, na construção das DRE.

**Tabela 4.47** – Estrutura de capital da Lojas Renner.

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Dívida Bruta	R\$ 2.167.635,26	R\$ 2.316.278,84	R\$ 2.438.482,29	R\$ 2.567.438,12	R\$ 2.756.712,97	R\$ 2.921.809,73	R\$ 3.061.486,97
Patrimônio Líquido	R\$ 2.099.426,06	R\$ 2.491.847,06	R\$ 2.855.103,12	R\$ 3.303.917,97	R\$ 3.845.927,10	R\$ 4.493.892,41	R\$ 5.262.790,36
% da Dívida	50,80%	48,17%	46,06%	43,73%	41,75%	39,40%	36,78%
% do PL	49,20%	51,83%	53,94%	56,27%	58,25%	60,60%	63,22%

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.48** – Cálculo do WACC da Lojas Renner.

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Custo do PL	12,01%	10,34%	10,35%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%
% do PL	49,20%	51,83%	53,94%	56,27%	58,25%	60,60%	63,22%
Custo da Dívida	12,40%	9,65%	8,15%	7,15%	7,15%	7,15%	7,15%
% da Dívida	50,80%	48,17%	46,06%	43,73%	41,75%	39,40%	36,78%
Taxa de IR	-32,39%	-32,39%	-32,39%	-32,39%	-32,39%	-32,39%	-32,39%
<b>WACC</b>	<b>14,25%</b>	<b>11,51%</b>	<b>10,55%</b>	<b>10,40%</b>	<b>10,43%</b>	<b>10,47%</b>	<b>10,51%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.



#### 4.5 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Com o término dos cálculos das taxas de desconto, todos os elementos necessários para aplicação do fluxo de caixa descontado para precificação da Lojas Rennes S.A., e conseqüentemente de suas ações, estavam prontos. Bastou então organizar os dados de maneira correta e fazer os cálculos necessários. Foram feitos dois fluxos de caixa descontados, um com a visão do valor da empresa para os acionistas e outro com a visão do valor da mesma para todos os seus *stakeholders*.

Cabe apenas mencionar algumas questões referentes ao estágio de perpetuidade da projeção. Primeiro, a taxa de crescimento para os fluxos de caixa da Lojas Renner no período foi de 5,50% a.a. Chegou-se a esse valor somando 4,5% referentes à projeção de inflação (meta do Banco Central do Brasil) e 1,0% de crescimento real do PIB (metade da previsão para 2021). Segundo, utilizou-se como taxas de desconto para o período da perpetuidade as mesmas utilizadas para o ano de 2021, em ambos os cálculos. E por fim, o fluxo de caixa das atividades de investimento durante a perpetuidade é apenas o necessário para que a empresa mantenha seus ativos *ad aeternum*, em outras palavras, usou-se apenas o valor equivalente às despesas com depreciação e amortização da empresa em 2021.

Os resultados do *valuation* são apresentados nas Tabela 4.49 e 4.50.

**Tabela 4.49** – Fluxo de caixa descontado para o acionista (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	Perpetuidade
(+) FC de Atividades Operacionais	R\$ 661.894,62	R\$ 682.913,25	R\$ 853.248,30	R\$ 981.380,37	R\$ 1.167.521,75	R\$ 1.379.473,47	R\$ 1.617.639,80	R\$ 1.617.639,80
(-) FC de Atividades de Investimento	R\$ 477.713,82	R\$ 491.531,20	R\$ 459.640,41	R\$ 493.585,45	R\$ 524.613,97	R\$ 564.518,66	R\$ 607.343,24	R\$ 415.280,28
(-) Variação no Caixa	R\$ 122.174,60	R\$ 78.411,64	R\$ 71.831,72	R\$ 68.199,26	R\$ 169.727,02	R\$ 188.093,97	R\$ 210.209,63	R\$ 210.209,63
(=) FC Livre para os Acionistas	R\$ 62.006,20	R\$ 112.970,41	R\$ 321.776,18	R\$ 419.595,65	R\$ 473.180,76	R\$ 626.860,83	R\$ 800.086,93	R\$ 1.046.718,13
Custo do PL (CCP)	12,01%	10,34%	10,35%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%	11,12%
FC Descontado	R\$ 62.006,20	R\$ 102.386,99	R\$ 264.229,36	R\$ 305.833,44	R\$ 310.383,81	R\$ 370.050,60	R\$ 425.055,01	R\$ 9.899.281,49
<b>Valor do PL</b>	<b>R\$ 11.739.226,90</b>							
# de ações (21/10/2015)	639375							
<b>Valor/Ação (2015 YE)</b>	<b>R\$ 18,36</b>							

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Tabela 4.50** – Fluxo de caixa descontado para a firma (R\$ MIL).

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	Perpetuidade
(+) FC de Atividades Operacionais	R\$ 661.894,62	R\$ 682.913,25	R\$ 853.248,30	R\$ 981.380,37	R\$ 1.167.521,75	R\$ 1.379.473,47	R\$ 1.617.639,80	R\$ 1.617.639,80
(-) FC de Atividades de Investimento	R\$ 477.713,82	R\$ 491.531,20	R\$ 459.640,41	R\$ 493.585,45	R\$ 524.613,97	R\$ 564.518,66	R\$ 607.343,24	R\$ 415.280,28
(+) Despesas Financeiras (Líqu. de Impostos)	R\$ 320.957,77	R\$ 249.779,56	R\$ 210.955,08	R\$ 185.072,09	R\$ 185.072,09	R\$ 185.072,09	R\$ 185.072,09	R\$ 185.072,09
(-) Variação no Caixa	R\$ 122.174,60	R\$ 78.411,64	R\$ 71.831,72	R\$ 68.199,26	R\$ 169.727,02	R\$ 188.093,97	R\$ 210.209,63	R\$ 210.209,63
(=) FC Livre para a Firma	R\$ 382.963,97	R\$ 362.749,97	R\$ 532.731,26	R\$ 604.667,74	R\$ 658.252,86	R\$ 811.932,93	R\$ 985.159,02	R\$ 1.241.969,19
WACC	14,25%	11,51%	10,55%	10,40%	10,43%	10,47%	10,51%	10,51%
FC Descontado	R\$ 382.963,97	R\$ 325.301,28	R\$ 435.865,60	R\$ 449.430,48	R\$ 442.663,47	R\$ 493.580,69	R\$ 540.867,56	R\$ 13.609.302,96
(+) Total FCD	R\$ 16.679.976,01							
(-) Dívida Bruta em 2015	R\$ 2.167.635,26							
<b>(=) Valor do PL</b>	<b>R\$ 14.512.340,75</b>							
# de ações (21/10/2015)	639375							
<b>Valor/Ação (2015 YE)</b>	<b>R\$ 22,70</b>							

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.6 ANALISE DOS RESULTADOS ENCONTRADOS

Como visto na seção anterior, com a aplicação do método do fluxo de caixa descontado à Lojas Renner foi possível encontrar um preço justo para as ações dessa empresa. Ao comparar esse preço justo encontrado com o preço vigente de mercado das ações da empresa, pôde-se determinar se essa ação estava sendo negociada a um preço compatível com o seu valor justo. Os resultados obtidos foram comparados com o preço de fechamento da ação após as negociações da BM&FBovespa do dia 21/10/2015, o qual foi de R\$19,80.

**Tabela 4.51** - Análise dos resultados do FCD.

Método	Preço justo (2015YE)	Preço da Ação (21/10/2015)	Upside/Downside
FCD - Acionista	R\$ 18,36	R\$ 19,80	-7,27%
FCD - Firma	R\$ 22,70	R\$ 19,80	14,63%
Média DCF	R\$ 20,53	R\$ 19,80	3,68%

Fonte: Elaboração do autor, BM&FBovespa.

Como é de se esperar em uma aplicação prática do fluxo de caixa descontado, os resultados obtidos variam conforme a abordagem utilizada. A aplicação do fluxo de caixa descontado para a o acionista (FCD - Acionista), resultou em um preço alvo de R\$18,36 para cada ação da Lojas Renner, o que significa que no dia 21/10/2015 a ação estava sendo negociada a um preço 7,27% mais alto do que o seu preço justo. Já a aplicação do fluxo de caixa para a firma (FCD - Firma) resultou em um preço justo de R\$ 22,70 para cada ação da empresa. Essa segunda abordagem aponta que a ação estava sendo negociada ao final do dia 21/10/2015 a um preço 14,63% menor do que o seu preço justo. Ou seja, conforme a abordagem de avaliação muda, muda também a conclusão que se chega com relação ao preço da ação no dia 21/10.

#### 4.7 ANÁLISES DE SENSIBILIDADE

Com o objetivo de fazer uma análise mais assertiva do preço das ações da Lojas Renner S.A. obtido no modelo apresentado, foi feita uma análise de sensibilidade dos resultados. Buscou-se observar como o preço justo encontrado para a ação variava conforme variavam as previsões futuras das principais variáveis macroeconômicas utilizadas no modelo, no caso: taxa de crescimento do PIB, taxa de inflação (IPCA), taxa de juros (taxa Selic), taxa de câmbio real/dólar e Risco Brasil (EMBI+). Escolheu-se fazer essa análise com relação às variáveis macroeconômicas pois essas são aquelas as quais a empresa não possui controle, de forma que

são as variáveis as quais a empresa está mais vulnerável. Para cada variável macroeconômica, foram analisados quatro novos cenários, além do cenário base: um muito otimista, um cenário otimista, um cenário pessimista e um cenário muito pessimista.

#### 4.7.1 Sensibilidade em relação ao crescimento do PIB

O crescimento do PIB foi utilizado no modelo em dois momentos, durante a estimativa da taxa de crescimento da receita por loja em funcionamento, e na definição de uma taxa de crescimento para os fluxos de caixa da Renner na perpetuidade. Elegeu-se como cenário “muito otimista”, um cenário no qual a expectativa de crescimento da economia fosse 2 p.p. maior em cada um dos anos entre 2015 e 2021. No cenário “otimista”, esse aumento foi de apenas 1 p.p. No cenário “pessimista”, a previsão foi diminuída em 1 p.p. em cada ano. E no cenário “muito pessimista”, a diminuição foi de 2 p.p.

**Tabela 4.52** - Cenários da taxa de crescimento do PIB.

CENÁRIOS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cenário 1 (muito otimista)	-0,70%	1,20%	3,10%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Cenário 2 (otimista)	-1,70%	0,20%	2,10%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Cenário 3 (base)	-2,70%	-0,80%	1,10%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Cenário 4 (pessimista)	-3,70%	-1,80%	0,10%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Cenário 5 (muito pessimista)	-4,70%	-2,80%	-0,90%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaboração do autor, BCB.

A conclusão foi, como esperado, de que quanto maior a taxa de crescimento do PIB, maior o preço justo das ações da Lojas Renner, independente de qual a abordagem do FCD usada. O preço alvo oscilou bastante entre os cenários em ambas as abordagens: variou uma média de R\$4,09 por cenário no FCD – Acionista, e uma média de R\$5,32 por cenário no FCD – Firma, se comparados os preços alvo no cenário base.

**Tabela 4.53** - Análise de sensibilidade: preço justo *versus* taxa de crescimento do PIB.

CENÁRIOS	Preço Alvo - FCD-A	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside	Preço Alvo - FCD-F	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 26,52	44,45%	R\$ 8,16	33,95%	R\$ 33,53	47,73%	R\$ 10,83	69,35%
Cenário 2 (otimista)	R\$ 22,02	19,94%	R\$ 3,66	11,22%	R\$ 27,49	21,12%	R\$ 4,79	38,85%
Cenário 3 (real)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 15,33	-16,51%	-R\$ 3,03	-22,58%	R\$ 18,81	-17,13%	-R\$ 3,89	-5,00%
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 12,79	-30,35%	-R\$ 5,57	-35,42%	R\$ 15,60	-31,26%	-R\$ 7,10	-21,20%
Média	R\$ 19,00	22,25%	R\$ 4,09	-4,02%	R\$ 23,63	23,45%	R\$ 5,32	19,33%

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.7.2 Sensibilidade em relação à taxa de inflação

A taxa de inflação foi utilizada em quatro momentos na construção do modelo: na definição da taxa de crescimento da receita por loja em funcionamento; na estimativa das Despesas Gerais e Administrativas; no cálculo do Custo do Capital Próprio; e na definição da taxa de crescimento dos fluxos de caixa da Lojas Renner na perpetuidade. Foi eleito como cenário “muito otimista” um cenário no qual o IPCA é 2 p.p. mais baixo do que a projeção utilizada no cenário base. No cenário “otimista” essa diminuição é de apenas 1 p.p. No cenário tido como “pessimista” o IPCA foi aumentado do 1 p.p. E no cenário “muito pessimista”, o aumento foi de 2 p.p. a cada ano.

**Tabela 4.54** - Cenários da taxa de inflação.

CENÁRIOS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cenário 1 (muito otimista)	7,34%	3,70%	2,74%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Cenário 2 (otimista)	8,34%	4,70%	3,74%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Cenário 3 (real)	9,34%	5,70%	4,74%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Cenário 4 (pessimista)	10,34%	6,70%	5,74%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Cenário 5 (muito pessimista)	11,34%	7,70%	6,74%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%

Fonte: Elaboração do autor, BCB.

A conclusão que se pôde tirar da análise é que o preço justo para as ações das Lojas Renner é bem menos sensível à taxa de inflação do que à taxa de crescimento do PIB. No FCD – Acionista, o preço alvo varia uma média de apenas R\$0,43 por cenário, e no FCD – Firma, essa variação é de R\$1,88 por cenário. No entanto, o mais interessante foi notar que, ao contrário do inicialmente esperado, o preço alvo resultante do FCD – Firma diminui conforme diminuem as taxas de inflação futuras. No FCD – Acionista, por outro lado, o comportamento do preço justo seguiu a lógica esperada, e aumentou em cenários de menor inflação. Cabe

relembrar que durante as premissas de projeção das receitas futuras da Lojas Renner, foi considerado que a empresa possui um elevado poder de repasse da inflação para seus preços, o que torna natural que essa empresa seja menos afetada por alterações nessa variável macroeconômica.

**Tabela 4.55** - Análise de sensibilidade: preço justo *versus* taxa de inflação.

CENÁRIOS	Preço Alvo - FCD-A	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside	Preço Alvo - FCD-F	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 19,04	3,68%	R\$ 0,68	-3,86%	R\$ 20,10	-11,45%	-R\$ 2,60	1,51%
Cenário 2 (otimista)	R\$ 18,71	1,89%	R\$ 0,35	-5,52%	R\$ 21,29	-6,21%	-R\$ 1,41	7,52%
Cenário 3 (real)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 17,99	-2,01%	-R\$ 0,37	-9,13%	R\$ 24,38	7,41%	R\$ 1,68	23,13%
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 17,58	-4,25%	-R\$ 0,78	-11,21%	R\$ 26,39	16,28%	R\$ 3,70	33,30%
Média	R\$ 18,33	2,37%	R\$ 0,43	-7,40%	R\$ 22,97	8,27%	R\$ 1,88	16,02%

Fonte: elaborado pelo autor.

#### 4.7.3 Sensibilidade em relação à taxa de juros

A taxa de juros básica da economia brasileira (taxa Selic) foi utilizada em três momentos na construção do modelo apresentado: na projeção das receitas financeiras; na projeção das despesas financeiras; e no cálculo do WACC. Foi usado como cenário “muito otimista”, um cenário no qual a taxa Selic é 2 p.p. menor em cada ano, se comparado àquela utilizada inicialmente no modelo. No cenário “otimista”, a taxa é apenas 1 p.p. menor em cada ano. No cenário “pessimista”, essa taxa é 1 p.p. maior, e no “muito pessimista”, 2 p.p. maior.

**Tabela 4.56** - Cenários da taxa de juros.

CENÁRIOS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cenário 1 (muito otimista)	12,25%	10,50%	9,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Cenário 2 (otimista)	13,25%	11,50%	10,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Cenário 3 (real)	14,25%	12,50%	11,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Cenário 4 (pessimista)	15,25%	13,50%	12,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Cenário 5 (muito pessimista)	16,25%	14,50%	13,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%

Fonte: Elaboração do autor, BCB.

A conclusão da análise foi que, como imaginado, os preços justos das ações da Lojas Renner aumentam conforme diminuem as projeções das taxas de juros, em ambas as abordagens do fluxo de caixa descontado. No FCD – Acionistas, a cada cenário, o preço alvo varia uma média de R\$0,22, e no FCD – Firma, essa variação é de R\$2,71. Pode-se notar que o preço justo encontrado na avaliação da firma é mais sensível à taxa de juros do que aquele encontrado com a avaliação do PL. Isso ocorre, muito provavelmente, pois na avaliação da firma o capital de terceiros e o seu custo possuem um papel de maior importância.

**Tabela 4.57** - Análise de sensibilidade: preço justo *versus* taxa de juros.

CENÁRIOS	Preço Alvo - FCD-A	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/Downside	Preço Alvo - FCD-F	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/Downside
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 18,72	1,98%	R\$ 0,36	-5,43%	R\$ 28,04	23,56%	R\$ 5,35	41,64%
Cenário 2 (otimista)	R\$ 18,54	0,99%	R\$ 0,18	-6,35%	R\$ 25,12	10,65%	R\$ 2,42	26,84%
Cenário 3 (real)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 18,18	-0,99%	-R\$ 0,18	-8,19%	R\$ 20,67	-8,93%	-R\$ 2,03	4,39%
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 18,00	-1,98%	-R\$ 0,36	-9,11%	R\$ 18,95	-16,53%	-R\$ 3,75	-4,31%
Média	R\$ 18,36	1,19%	R\$ 0,22	-7,27%	R\$ 23,09	11,93%	R\$ 2,71	16,64%

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.7.4 Sensibilidade em relação ao Risco Brasil

O Risco Brasil foi apenas utilizado no modelo durante o cálculo do custo do capital próprio da Lojas Renner. Os cenários usados para análise da variável foram: cenário “muito otimista”, risco país diminuído em 2 p.p. em cada ano de projeção, em relação ao cenário base; cenário “otimista”, variável diminuída em apenas 1 p.p.; cenário “pessimista”, Risco Brasil aumentado em 1 p.p. em cada ano de projeção; e cenário “muito pessimista”, variável aumentada em 2 p.p.

**Tabela 4.58** - Cenários do risco brasil.

CENÁRIOS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cenário 1 (muito otimista)	2,80%	1,62%	1,03%	0,44%	0,44%	0,44%	0,44%
Cenário 2 (otimista)	3,80%	2,62%	2,03%	1,44%	1,44%	1,44%	1,44%
Cenário 3 (real)	4,80%	3,62%	3,03%	2,44%	2,44%	2,44%	2,44%
Cenário 4 (pessimista)	5,80%	4,62%	4,03%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%
Cenário 5 (muito pessimista)	6,80%	5,62%	5,03%	4,44%	4,44%	4,44%	4,44%

Fonte: Elaboração própria, IPEA.



Uma vez que um aumento no Risco Brasil significa um aumento automático na taxa de desconto utilizada no modelo, é natural que elevações nessa variável resultem em uma diminuição no preço alvo das ações analisadas. A análise feita mostra que esse pensamento se sustenta. Talvez o mais interessante da análise seja notar que o Risco País, juntamente com o crescimento do PIB, é a variável à qual o preço justo para as ações é mais sensível. Na aplicação do fluxo de caixa descontado para avaliação do patrimônio líquido, o preço alvo varia uma média de R\$5,07 por cenário, e na avaliação da firma, essa variação média é de R\$4,54. Tendo em vista que o risco de um país é resultado das expectativas que investidores têm com relação ao futuro desse país, e que essa variável impacta de forma muito similar todas as empresas em determinado mercado, isso mostra o quanto a manutenção de uma boa reputação por parte do país e de seus governantes é importante para o sucesso das empresas em atividade no país.

**Tabela 4.59** - Análise de sensibilidade: preço justo *versus* risco brasil.

CENÁRIOS	Preço Alvo - FCD-A	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/Downside	Preço Alvo - FCD-F	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/Downside
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 30,35	65,30%	R\$ 11,99	53,28%	R\$ 32,40	42,76%	R\$ 9,71	63,66%
Cenário 2 (otimista)	R\$ 23,00	25,28%	R\$ 4,64	16,18%	R\$ 26,82	18,18%	R\$ 4,13	35,47%
Cenário 3 (real)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 15,17	-17,38%	-R\$ 3,19	-23,39%	R\$ 19,53	-13,97%	-R\$ 3,17	-1,38%
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 12,85	-30,03%	-R\$ 5,51	-35,12%	R\$ 17,01	-25,04%	-R\$ 5,68	-14,07%
Média	R\$ 19,95	27,60%	R\$ 5,07	0,74%	R\$ 23,69	19,99%	R\$ 4,54	19,66%

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.7.5 Sensibilidade em relação à taxa de câmbio

A taxa de câmbio real/dólar americano foi apenas usada no modelo para determinar em quais anos as receitas da Lojas Renner teriam um “Impulso” resultante de um dólar valorizado, o qual impede o escoamento da demanda nacional para produtos importados. Foram eleitos como cenário para análise os seguintes cenários: “muito otimista”, taxa de câmbio média anual de R\$1,00 acima do cenário base; “otimista”, taxa de câmbio R\$0,50 acima do cenário base; cenário “pessimista”, taxa de câmbio R\$0,50 abaixo do valor do cenário base; e cenário “muito pessimista”, taxa R\$1,00 abaixo do valor do cenário base.

**Tabela 4.60** - Cenários da taxa de câmbio

CENÁRIOS	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 4,38	R\$ 4,91	R\$ 4,90	R\$ 4,90	R\$ 5,00	R\$ 5,00	R\$ 5,00
Cenário 2 (otimista)	R\$ 3,88	R\$ 4,41	R\$ 4,40	R\$ 4,40	R\$ 4,50	R\$ 4,50	R\$ 4,50
Cenário 3 (real)	R\$ 3,38	R\$ 3,91	R\$ 3,90	R\$ 3,90	R\$ 4,00	R\$ 4,00	R\$ 4,00
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 2,88	R\$ 3,41	R\$ 3,40	R\$ 3,40	R\$ 3,50	R\$ 3,50	R\$ 3,50
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 2,38	R\$ 2,91	R\$ 2,90	R\$ 2,90	R\$ 3,00	R\$ 3,00	R\$ 3,00

Fonte: BCB, elaboração do autor.

As conclusões tiradas foram na linha do esperado, de que quando a taxa de câmbio está acima de 3,00 R\$/U\$, o preço justo para as ações da Lojas Renner é maior, já quando esse fica abaixo de 3,00 R\$/U\$, o preço justo diminuí. O mais importante notar é que, devido a maneira como essa variável foi abordada no modelo, ela é aquela que tem o menor impacto no preço alvo com suas oscilações. A variação média entre cenários foi de R\$0,42 no FCD – Acionista, e de R\$0,46 no FCD – Firma. Além disso, é importante mencionar que a maneira binária que a variável foi abordada durante as projeções de receita impede que sejam observadas variações entre alguns cenários, apesar de taxa média de câmbio alterar.

**Tabela 4.61** - Análise de sensibilidade: preço justo *versus* taxa de câmbio.

CENÁRIOS	Preço Alvo - FCD-A	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside	Preço Alvo - FCD-F	Var. Preço Alvo (%)	Var. Preço Alvo (R\$)	Upside/ Downside
Cenário 1 (muito otimista)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 2 (otimista)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 3 (real)	R\$ 18,36	0,00%	R\$ -	-7,27%	R\$ 22,70	0,00%	R\$ -	14,63%
Cenário 4 (pessimista)	R\$ 17,98	-2,10%	-R\$ 0,39	-9,22%	R\$ 22,32	-1,68%	-R\$ 0,38	12,71%
Cenário 5 (muito pessimista)	R\$ 16,64	-9,36%	-R\$ 1,72	-15,95%	R\$ 20,79	-8,39%	-R\$ 1,91	5,01%
Média	R\$ 17,94	2,29%	R\$ 0,42	-9,40%	R\$ 22,24	2,02%	R\$ 0,46	12,32%

#### 4.8 RECOMENDAÇÃO FINAL

Feitas todas as investigações e análises apresentadas, começando com um estudo do modelo de negócio da empresa e de seu setor de atuação, passando por uma análise financeira de valor mais objetiva, e avaliando também como o valor das ações oscila com alterações no cenário macroeconômico, decidiu-se que, com base no preço de R\$ 19,80 para a ação no dia 21/10/2015, a compra de ações ofertadas pela Lojas Renner S.A. pode ser um bom investimento.

O que determinou a tomada dessa decisão foram principalmente três fatores. Primeiramente, a Lojas Renner é uma empresa bem posicionada em um setor que possui muito espaço para crescimento no Brasil. O varejo de vestuários reserva muitas oportunidades para seus players no futuro, com diminuições nas atividades informais e com o crescimento da renda da nação, e a Renner parece estar em uma posição muito vantajosa para tirar proveito dessas oportunidades. Segundamente, quando se observa o preço alvo resultante das aplicações do fluxo de caixa descontado, percebe-se que, apesar de as análises variarem conforme se muda a abordagem, o upside encontrado no fluxo de caixa descontado para a firma é muito maior do que o downside encontrado na análise do patrimônio líquido, como observado na Tabela X, o que pode significar que o preço corrente da ação tende mais estar subvalorizado do que supervalorizado. Por fim, além da real possibilidade de a ação estar sendo negociada com um preço abaixo do seu valor justo, ainda devemos considerar que a Lojas Renner é uma empresa que costuma pagar bons dividendos aos seus acionistas, o que também deve ser ponderado ao avaliar o retorno do investimento nas ações da empresa.

**Tabela 4.62 - Resultados médios das análises de sensibilidade**

<b>Média dos cenários 2 a 4</b>	<b>Preço alvo - FCD-A</b>	<b>Upside/Downside</b>	<b>Preço Alvo - FCD-F</b>	<b>Upside/Downside</b>
IPCA	R\$ 18,35	-7,31%	R\$ 22,79	15,10%
Crescimento Real PIB	R\$ 18,57	-6,21%	R\$ 23,00	16,16%
Taxa Selic	R\$ 18,36	-7,27%	R\$ 22,83	15,29%
Taxa de câmbio R\$/US\$	R\$ 18,23	-7,92%	R\$ 22,57	13,99%
Risco Brasil	R\$ 18,84	-4,83%	R\$ 23,02	16,24%

Fonte: Elaborado pelo autor.

## 5. CONCLUSÃO

O presente trabalho possibilitou um estudo tanto teórico quanto prático de um importante tema dentro do estudo das finanças: a avaliação de empresas. Começando com uma revisão teórica do tema, a qual introduziu as maiores escolas de pensamento do tema e depois se aprofundou mais especificamente na Escola Fundamentalista e no método de avaliação de empresas conhecido como fluxo de caixa descontado, o trabalho apresentou também um exemplo prático ao promover a avaliação da Lojas Renner S.A. A grande conclusão do trabalho talvez seja que em um estudo prático do valor de uma empresa, os resultados não necessariamente serão tão alinhados quanto na teoria. Esse ponto fica bastante evidente quando se observa como o resultado da aplicação do fluxo de caixa descontado para o acionista destoa do resultado observado no fluxo de caixa descontado para a firma, nas avaliações promovidas da empresa abordada no trabalho.

Partindo para conclusões mais específicas, o trabalho mostrou como a compra das ações da Lojas Renner S.A. em 21/10/2015 podia ser um bom investimento, com as ações dessa empresa muito provavelmente sendo negociadas a um preço mais baixo do que o seu valor justo.

Uma outra conclusão resultante do trabalho é a exposição de como alterações no cenário macroeconômico afetam de forma bastante direta o valor de uma empresa. Partindo do princípio que essas variáveis não estão sob o controle das empresas, essa conclusão mostra como uma gestão ineficiente da política econômica de um país pode comprometer o sucesso desses agentes tão importantes em uma economia.

## REFERÊNCIAS

ABDALLAH, A. Empresário dobrou faturamento da Riachuelo, mas ainda é pouco para conquistar a liderança. **Época Negócios**, 16 maio 2015. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2015/05/empresario-dobrou-faturamento-da-riachuelo-mas-ainda-e-pouco-para-conquistar-lideranca.html>>.

ASSF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2010.

C&A. **Missão e valores**. Disponível em: <<http://www.cea.com.br/Institucional/Conheca-a-CEA>>.

CIA. HERING. Disponível em: <<http://hering.riweb.com.br/>>

DAMODARAN, A. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2014.

DAMODARAN, A. **Vídeo aulas**. Disponível em: <[https://www.youtube.com/playlist?list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbI9](https://www.youtube.com/playlist?list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9)>.

ISSA, M. As 50 maiores varejistas do Brasil em faturamento em 2014. **Exame.com**, 13 ago. 2015. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/as-50-maiores-varejistas-do-brasil#51>>.

LOJAS RENNER S.A. Disponível em: <<http://www.lojasrenner.com.br>>.

MARISA LOJAS S.A. Disponível em: <[http://ri.marisa.com.br/marisa/web/default\\_pt.asp?idioma=0&conta=28#](http://ri.marisa.com.br/marisa/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28#)>.

PÓVOA, A. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

RESTOQUE S.A. Disponível em: <[http://www.restoque.com.br/default\\_pt.asp?idioma=0&conta=28](http://www.restoque.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28)>.

RIACHUELO. Disponível em: <<http://ri.riachuelo.com.br>>.

ZANELLA, L. C. H.; VIEIRA, E. M. F. (Adapt.); MORAES, M. (Adapt.). **Técnicas de pesquisa em economia**. Florianópolis: Departamento de Ciências Econômicas/UFSC, 2011. 107 p.

ZARA BRASIL. Disponível em: <<http://zarabrasil.org/>>.