



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O TURNAROUND DE MAGAZINE LUIZA ATRAVÉS DO E-COMMERCE

Bernardo Saraiva

Nº de matrícula: 1420709

Orientador: Marcelo Nuno C. Sousa

Dezembro de 2018



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O TURNAROUND DE MAGAZINE LUIZA ATRAVÉS DO E-COMMERCE

Bernardo Saraiva

Nº de matrícula: 1420709

Orientador: Marcelo Nuno C. Sousa

Dezembro de 2018

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Bernardo A. R. Saraiva de Castro Silva

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha família, por todo o apoio incondicional nesses quatro anos de faculdade. Sem eles, as semanas de estudo e de preparação deste trabalho e de todas as matérias curriculares não teriam o mesmo valor. Agradeço à minha mulher, Maria Eduarda, que conheci na Universidade enquanto estudantes de Jornalismo, pela paciência, tranquilidade e, acima de tudo, inspiração ao longo destes oito anos juntos. Agradeço aos meus pais, Neiva e Paulo, pelo carinho e dedicação para me tornar uma pessoa melhor e um profissional mais qualificado. Agradeço à minha irmã por me mostrar qual deveria ser a determinação necessária para completar uma segunda graduação.

Agradeço à professora Maria Elena Gava Reddo Alves, cuja disciplina foi fundamental para a escolha deste tema de monografia.

Agradeço ao professor Hamilton Massataka Kai pela oportunidade de estágio como monitor.

Agradeço ao professor Marcelo Nuno C. Sousa pelas aulas e pelos auxílio e incentivo ao aprendizado deste tema de monografia.

Por fim, agradeço a Deus por me guiar durante toda a vida. Sem Ele, não teria essa linda e inspiradora família.

SUMÁRIO

1. Introdução	9
2. Visão Geral do Brasil desde o boom das Commodities	10
2.1. O Brasil na era das commodities	10
2.2. A crise global de 2008 e a posse de Dilma Rousseff	10
2.3. A corrupção e o impeachment	12
2.4. Novo Banco Central	12
3. Métodos de Avaliação da Empresa	14
3.1. Avaliação Absoluta – Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE)	14
3.2. Avaliação Relativa – P/L e EV/EBITDA	16
4. Taxa de Desconto	18
4.1. Uma breve introdução	18
4.2. Custo de Capital de Terceiros (Kd)	19
4.3. Custo de Capital Próprio (Ke) e o CAPM	20
4.4. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	24
5. O setor de e-commerce no Brasil	26
5.1. Um pouco sobre a história	26
5.2. Tipos	26
5.3. O futuro próximo	28
6. Case Magazine Luiza e Transformação Digital	30
6.1. Linha do tempo	30
6.2. Negócios	31
6.3. Ciclo atual: Transformação Digital	31
7. Projeção da MGLU3	34
7.1. Balanço e Valuation de 2017	34
7.2. Valuation de 2015	54
7.3. Onde ocorreu o turnaround?	65
8. Comparação com peers locais	68
8.1. Evolução histórica da MGLU3 vs concorrentes	68
8.2. Múltiplos das empresas do setor de e-commerce	69
8.3. O que esperar para o futuro	70
9. Conclusão	72
10. Referências Bibliográficas	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Taxas de Juros para pessoas físicas

Tabela 2: Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Tabela 3: VPL

Tabela 4: P/L

Tabela 5: EV/EBITDA

Tabela 6: Kd

Tabela 7: Ke

Tabela 8: Beta

Tabela 9: WACC

Tabela 10: Perpetuidade

Tabela 11: Variação mensal do volume de vendas no comércio varejista brasileiro

Tabela 12: Balanço Patrimonial Consolidado

Tabela 13: DRE Consolidado

Tabela 14: Resultado Financeiro

Tabela 15: Análise de Crescimento

Tabela 16: Análise de Margens

Tabela 17: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2012-17

Tabela 18: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2018-24

Tabela 19: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2012-17

Tabela 20: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2018-24

Tabela 21: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2012-17

Tabela 22: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2018-24

Tabela 23: Ebit Ajustado 2012-24

Tabela 24: Taxa Efetiva de Imposto 2012-17

Tabela 25: Impostos Operacionais 2012-17

Tabela 26: Impostos Operacionais 2018-24

Tabela 27: NOPAT 2012-24

Tabela 28: D&A 2012-17

Tabela 29: D&A 2018-24

Tabela 30: Ebitda Ajustado 2012-24

Tabela 31: Fluxo de Caixa Operacional 2012-24

Tabela 32: Capex 2012-24

Tabela 33: Capital de Giro 2012-17

Tabela 34: Variação do Investimento em Giro 2018-24

Tabela 35: Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa 2012-24

Tabela 36: Valor Terminal 2017

Tabela 37: Ke 2017

Tabela 38: Kd 2017

Tabela 39: Estrutura de Capital 2017

Tabela 40: WACC 2017

Tabela 41: Fator de Desconto 2012-24

Tabela 42: FCDE – Valor Presente 2012-24

Tabela 43: VT – Valor Presente 2017

Tabela 44: Dívida Líquida 2017

Tabela 45: Ações em Circulação

Tabela 46: Preço-Alvo 2017

Tabela 47: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2012-15

Tabela 48: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2016-22

Tabela 49: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2012-15

Tabela 50: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2016-22

Tabela 51: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2012-22

Tabela 52: Ebit Ajustado 2012-22

Tabela 53: Impostos Operacionais 2012-22

Tabela 54: NOPAT 2012-22

Tabela 55: D&A 2012-22

Tabela 56: Ebitda Ajustado 2012-22

Tabela 57: Variação do Investimento em Giro 2012-22

Tabela 58: Capex 2012-22

Tabela 59: FCDE 2012-22

Tabela 60: Valor Terminal 2015

Tabela 61: Ke 2015

Tabela 62: Kd 2015

Tabela 63: Estrutura de Capital 2015

Tabela 64: WACC 2015

Tabela 65: FCDE – Valor Presente 2012-22

Tabela 66: VT – Valor Presente 2015

Tabela 67: Dívida Líquida 2015

Tabela 68: Preço-Alvo 2015

Tabela 69: Relação Dívida Líquida (Caixa Líquido) / Ebitda

Tabela 70: ROIC

Tabela 71: Ibov x E-commerce

MOTIVAÇÃO

Após trabalhar no mercado financeiro por algum tempo, algumas perguntas surgiram. Como uma ação aumenta ou reduz de preço por conta de determinado acontecimento? Como uma empresa de varejo é afetada pela queda da taxa de juros? Ou como o mercado se antecipa após uma certa informação ser anunciada?

Por falta de conhecimento, muitas pessoas seguem indicações de gurus sobre qual ação comprar ou vender, sem ter noção da situação financeira, da “saúde” da empresa. No passado de altas taxas de juros, essas mesmas pessoas acabaram acostumadas a manter apenas investimentos em renda fixa, que pagavam muito bem ao ano. Sem muito esforço, deixaram seu dinheiro no Tesouro Nacional e ganharam, ao final de um ano, taxas muito superiores a 20-30%. Por outro lado, atualmente temos uma situação bem diferente: taxa de juros abaixo dos 7%, obrigando o investidor a diversificar seus investimentos, principalmente, através do mercado de renda variável. O trabalho pretende ser voltado para aquelas pessoas que investem ou que, ao menos, se interessam por ações de empresas. A intenção é mostrar que é possível ter lucratividade sem estar necessariamente posicionado no setor bancário (Itaú, Bradesco ou Banco do Brasil) ou ainda em outros blue chips, como Vale e Petrobras, que possuem maior liquidez.

1. INTRODUÇÃO

Com base em um cenário que muitos analistas do mercado sonhavam, mas não acreditavam ser possível em um horizonte de tempo tão curto, considerando, principalmente, os problemas políticos e econômicos que o Brasil sofreu a partir da reeleição da então presidente Dilma Rousseff no final de 2014, este trabalho tem por objetivo apresentar a empresa do setor de varejo que melhor se apropriou da necessidade de transformação que o país exigia naquele momento. A Magazine Luiza, cuja IPO (Oferta Inicial de Ações) na BM&F Bovespa foi realizada em maio de 2011 com cotação de fechamento neste pregão valendo R\$ 14,52, atingiu, no auge da crise econômica no final de 2015, o preço de R\$ 0,96 (que pelas regras atuais da Bolsa de Valores seria suficiente para ser excluída do mercado acionário). A partir da virada do ano de 2016, o que se viu foi, até o momento, uma alta surpreendente de mais de 9.000%, atingindo na máxima histórica (dia 09/08/2018) a cotação de R\$146,99. Cabe citar que todos os valores acima mencionados estão ajustados, devido ao desdobramento das ações realizado em 2017.

O presente trabalho visa mostrar o que a Magazine Luiza fez para conseguir esse turnaround, buscando encontrar, nos balanços (disponibilizados no site de Relação com Investidores) de 2015 e de 2017, as principais alterações, apontando ainda como ocorreu a transformação da empresa, que começou como loja física e se tornou um modelo de transformação digital. Como apoio a isso, pretende-se mostrar que o crescimento surpreendente da ação no mercado acionário se deve ainda a fatores externos.

2. VISÃO GERAL DO BRASIL DESDE O BOOM DAS COMMODITIES

2.1. O Brasil na era das commodities

O Brasil é considerado um dos maiores países exportadores do mundo de matérias-primas e produtos agrícolas, como por exemplo, de laranja e soja, além de ser destaque, na produção de minério de ferro. Do final dos anos 1990 até 2012, o que se viu no mercado global foi uma alta considerável no preço das commodities de uma forma geral, devido, entre outros fatores, ao crescimento real do PIB da China no período que variou a taxas de 7% a 12% ao ano.

Por conta disso, o Brasil tinha como seu principal parceiro comercial o país asiático. O boom das commodities fez com que as exportações brasileiras crescessem mais. E, com isso, quem ganhava no campo político nacional era o então presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Com esse “grande suporte internacional”, Lula decidiu liberar crédito para financiar o crescimento do país, através dos bancos públicos, reduzindo em grande medida o desemprego no período. Assim, e melhorando e expandindo programas sociais, além de aumentar o salário mínimo, o país entrou em um período de crescimento do consumo e de distribuição de renda, formando uma composição social na qual se reduziu a diferença entre os mais ricos e os mais pobres. Com o Governo gastando mais, as famílias consumindo mais bens e a balança comercial favorável e superavitária, o Brasil surfou anos de prosperidade.

O principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo refletiu esse período começando o ano de 1999 abaixo dos 7 mil pontos e encerrando 2007 próximo dos 64 mil pontos.

2.2. A crise global de 2008 e a posse de Dilma Rousseff

Com a crise iniciada no mercado hipotecário dos Estados Unidos se acreditava que os países emergentes, como o Brasil, sofreriam em larga escala. No entanto, como em todo tsunami, inicialmente se vê uma marola, depois uma onda maior, até que finalmente as ondas mais fortes chegam. O Brasil foi resiliente por algum tempo, mas o pós-crise se mostrou de uma fraca demanda pelos principais produtos nacionais. Dessa maneira, o país não sustentava mais seu crescimento. A opção escolhida para tentar mantê-lo foi

incentivar o consumo e, para isso, se deu início a um processo de redução da taxa básica de juros, a Selic, que saiu de 13,75% no final de 2008 para 10,75% no final do mandato presidencial de Lula em 2010 (atingindo a então mínima histórica de 8,75% neste intervalo). Neste ano, segundo dados do Index Mundi, o PIB real cresceu 7,5%, a maior alta desde 1986. Número impressionante para os padrões históricos.

A indústria, no entanto, não conseguiu produzir de forma a manter a demanda local aquecida. Como aponta a Agência Brasil “a forte entrada de dólares durante o superciclo das commodities fez com que o real se valorizasse de forma artificial, minando a competitividade da indústria manufatureira”¹. Assim, com o enfraquecimento deste superciclo o câmbio começou a subir. Muitos produtos chineses entraram no país.

Já após a posse de Dilma Rousseff na presidência do Brasil e com os preços novamente subindo, o Comitê de Política Monetária (COPOM) decidiu por elevar a taxa de juros (até 12,50% em 2011). Isto ocorreu, devido ao processo de aceleração inflacionária oriundo do cenário externo e da política fiscal (aumento de gastos do Governo), junto ao decepcionante crescimento econômico, apesar dos esforços. No tocante ao cenário externo, que não era positivo, e a China, nossa principal parceira comercial, esta começou a apresentar perda de fôlego: de 2004 até 2011 cresceu sempre a taxas reais superiores a 9%, mas, a partir de 2012, não mais superou os 8%. Por conta disso, o Governo brasileiro resolveu por novamente baixar a taxa Selic (chegando até 7,25% no final de 2012 e início de 2013, mínima histórica até então), cortar impostos e aumentar os seus gastos, na esperança de incentivar a economia. Luiz Fernando Furlan, então ministro de Desenvolvimento, Indústria e Comércio no governo Lula comentou que o exagero nos gastos e nos subsídios proporcionou uma elevação nas dívidas das famílias e na dívida pública. A Selic que chegou a 7,25% voltou a subir e, em 2015, chegou a 14,25%. Com essa taxa fica mais difícil o pagamento das dívidas, principalmente do cartão de crédito, das famílias. Assim, o consumo perdeu intensidade e a economia que ainda tentava se manter de pé entrou em recessão.

¹ Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-05/entenda-crise-economica>>. Acesso em: 23 jun. 2018

2.3. A corrupção e o *impeachment*

Em 2014, a Polícia Federal deu início ao maior processo de investigação de corrupção e lavagem de dinheiro já feita no país, a chamada Operação Lava Jato. No esquema que foi descoberto dentro da Petrobras, a maior estatal brasileira, um cartel formado por grandes empreiteiras pagava propina para executivos da empresa, além de outros agentes públicos. Com a descoberta do envolvimento de grandes figuras políticas no esquema, inclusive dos principais partidos políticos, uma crise política se instaurou em Brasília, afetando entre outras coisas a agenda de reformas necessárias para o Brasil.

Já reeleita para um segundo mandato como presidente da República, Dilma Rousseff foi afastada após um processo de impeachment que se encerrou em agosto de 2016. A alegação foi que ela havia cometido crime de responsabilidade por conta das “pedaladas fiscais”, que produziram, de forma fictícia, superávits fiscais e criou dados favoráveis das contas públicas; e pela edição de decretos de abertura de crédito, sem que o Congresso Nacional os autorizasse, conforme mostrou o Jornal do Brasil.

2.4. Novo Banco Central

Com a saída da presidente Dilma, seu vice, Michel Temer assumiu a complicada missão de tirar o país da recessão. Para auxiliar nisso, nomeou Henrique Meirelles como ministro da Fazenda e Ilan Goldfajn como presidente do Banco Central, recentemente eleito o melhor banqueiro central do mundo pela revista britânica “The Banker”, do Grupo Financial Times, de forma a trazer credibilidade ao governo e investimento estrangeiro de volta ao país.

A partir da reunião do Comitê de Política Monetária, em outubro de 2016, data em que a taxa básica de juros da economia, a taxa Selic, foi reduzida em 25 basis points para 14,00% ao ano, após dez reuniões seguidas sem alterá-la, voltando até meados de julho de 2015, percebemos que a economia começou a responder, mesmo que lentamente, a esses incentivos econômicos. Após a decisão que iniciou o processo de redução gradual dos juros, já se realizaram outros doze encontros entre os membros do COPOM, com a SELIC em 6,5% ao ano atualmente, menor taxa da história do Plano Real.

Com a queda dos juros e ainda a inflação sob controle, o gasto do Governo com pagamento de juros caiu. Segundo a Fecomercio de São Paulo, por mais que para os

consumidores ainda permaneçam as altas taxas cobradas pelos bancos, já houve uma redução que é sentida suavemente no bolso. No entanto, as taxas são extremamente elevadas devido, em grande medida, à alta dívida pública do Governo (próximo de 80% do PIB ou R\$ 5 trilhões), que o força a conseguir mais dinheiro emprestado para quitar os pagamentos junto aos seus credores.

Na tabela abaixo, oriunda de um estudo da Associação Nacional de Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), em fevereiro de 2018, podemos observar as taxas de juros anuais cobradas para as pessoas físicas pelo mercado:

Tabela 1. Taxas de Juros para pessoas físicas

Linha de crédito	Taxa ao ano, com Selic a 7%	Taxa ao ano, com Selic a 6,75%
Juros do Comércio	89,04%	88,61%
Cartão de Crédito	321,63%	320,74%
Cheque Especial	295,48%	294,64%
CDC Bancos – Financiamento Veículos	26,97%	26,68%
Empréstimo Pessoal Bancos	62,52%	62,15%
Empréstimo Pessoal Financeira	137,91%	137,38%

Fonte: ANEFAC

3. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

3.1. Avaliação Absoluta – Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE)

O que se busca é o valor intrínseco do business da empresa. Neste método de avaliação não se quer realizar comparações com os concorrentes da empresa. Deve-se encontrar uma taxa de desconto adequada, a fim de que ela traga os fluxos de caixa futuros da firma a valor presente. São comumente utilizados dois métodos: o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (ou da Firma) e o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA). Para efeitos deste trabalho utilizaremos apenas o primeiro caso.

Conforme define Alexandre Assaf Neto, o Fluxo de Caixa Livre é “o valor de caixa que uma empresa é capaz de gerar livre das despesas, das necessidades de reinvestimentos e investimento em giro”². Ele reflete o resultado de caixa para se financiar os investimentos e permitir o crescimento orgânico da firma. O Fluxo de Caixa Livre da Empresa é “o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas, sendo calculado a partir do resultado operacional líquido do IR (NOPAT)”³, explica Assaf Neto. É calculado a partir do Fluxo de Caixa Operacional e é considerado líquido, uma vez que seu cálculo é feito após os reinvestimentos em ativos fixos e giro usados para manutenção e posterior crescimento da firma. Ainda é considerado desalavancado, já que é obtido antes das despesas financeiras (juros sobre dívidas).

Segundo Assaf Neto, em condições normais de funcionamento, “empresas com baixo fluxo de caixa disponível demonstram maiores montantes de reinvestimento em seus ativos que outras concorrentes com volumes mais elevados de caixa livre”⁴.

² ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 171

³ Idem

⁴ Ibid, p. 172

Tabela 2: Fluxo de Caixa Livre da Empresa

(+) NOPAT (RESULTADO OPERACIONAL LÍQUIDO DE IR) OU EBIT * (1 – IR)
(-) DEPRECIAÇÃO / AMORTIZAÇÃO
(=) FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL
(-) CAPEX
(-) VARIAÇÃO NO CAPITAL DE GIRO
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE DA EMPRESA

Fonte: Elaboração própria

Sendo EBIT, o lucro antes de juros e imposto de renda para cada período de tempo. Já o CAPEX representa todos os gastos de capital da firma, incluindo bens imobilizados (terrenos, edificações, máquinas e equipamentos), gastos com pesquisa, patentes. Esses ativos visam o crescimento do negócio, a modernização da empresa. A variação no capital de giro parte das alterações no capital circulante líquido, composto pela diferença entre ativo circulante e passivo circulante.

Para obtermos o Valor Presente Líquido (VPL), a partir do FCLE, fazemos o somatório dos fluxos de caixa livres nos períodos à frente descontados pelo custo médio ponderado do capital (WACC), conforme se observa abaixo. Explicaremos o WACC mais adiante.

Tabela 3: VPL

$$VPL = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCL \text{ EMPRESA}}{(1+WACC)^t}$$

Fonte: Elaboração própria, baseado em Assaf Neto

3.2. Avaliação Relativa – P/L e EV/EBITDA

Método de análise baseado na comparação entre empresas de um mesmo setor, em geral, com o propósito de determinar quais estão baratas ou caras.

A utilização dos múltiplos, segundo Juliano Lima Pinheiro, tem suas vantagens e desvantagens. Pelo lado positivo, temos a simplicidade, a rapidez na precificação do ativo e a quantidade baixa de informações necessárias para realizar a avaliação. Por outro lado, a qualidade dessas informações é pequena, há uma natural diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, há limitação das informações sobre finanças e transações das empresas, e não há valorização da estrutura de capital nem do potencial de crescimento no mercado em que elas atuam.

Abordaremos duas métricas: o *price earnings ratio* (ou valor dos lucros) ou P/L, e o EV / EBITDA. A primeira é “o mais comum e mais completo dos índices empregados na análise fundamentalista”⁵, conforme aponta Juliano Pinheiro. De maneira intuitiva, seria o número de anos necessários para o acionista recuperar seu investimento. Utilizamos para o seu cálculo o lucro esperado do ano em vigor, como pode ser usado o último lucro líquido anual divulgado. É calculado pela divisão entre o preço por ação e lucro líquido por ação.

Tabela 4: P/L

$\text{P/L} = \frac{\text{PREÇO POR AÇÃO}}{\text{LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO}}$
--

Fonte: Elaboração própria, com base em Pinheiro

Quanto menor a relação, mais atrativa estará a ação, isto é, o montante investido seria recuperado em menor número de anos. Vale destacar que o índice pressupõe que o lucro se repetirá, o que normalmente não ocorre. Além disso, o P/L é muito simplista, já

⁵ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 556

que uma empresa pode ter feito investimentos que não darão lucro nos anos iniciais, mas isso não implica que a empresa não tenha fundamentos.

A segunda métrica a ser usada é a do EV /EBITDA, que relaciona o valor da empresa com sua capacidade em gerar caixa (EBITDA), isto é, o índice apresenta o quanto de geração de caixa deve haver para atingir o valor que o mercado dá. Para Pinheiro, o EV/EBITDA “busca medir quanto tempo a geração operacional de caixa da empresa leva para pagar os acionistas e credores”⁶.

O *enterprise value* (EV) é o somatório do valor de mercado (cotação atual de fechamento do papel vezes o número de ações da empresa) mais a dívida líquida. Seria o valor para a venda da companhia. Dentre as vantagens deste índice está a capacidade de utilizar as dívidas no momento da precificação das ações ao invés do preço (usado do P/L).

O EBITDA ou lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização equivale ao fluxo de caixa operacional, isto é, não considera os efeitos tributários e financeiros.

Tabela 5: EV/EBITDA

$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{ENTERPRISE VALUE}}{\text{EBITDA}}$
--

Fonte: Elaboração própria, com base em Pinheiro

⁶ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 560

4. TAXA DE DESCONTO

4.1. Uma breve introdução

Juliano Pinheiro afirma que a escolha da taxa de desconto é um dos pontos que mais geram discordância na medição de valor de uma empresa, já que “uma pequena variação na taxa de desconto resultará num valor muito diferente do valor da empresa (preço da ação)”⁷. O que se pode assegurar é que a taxa de desconto será maior quanto maior forem as incertezas a respeito dos fluxos da empresa, isto é, quanto maiores riscos houver. Sem risco algum, o desconto seria feito com a taxa livre de risco, no caso brasileiro, a taxa Selic. No entanto, os fluxos sempre têm certo risco, logo a taxa de desconto será maior que a Selic. É aí que surge o prêmio de risco, o qual será novamente mencionado neste capítulo.

Considerando que nosso modelo de avaliação é o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE), também chamado de Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE), tomaremos como taxa de desconto o Custo Médio Ponderado de Capital, chamado de WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) na sigla em inglês. No entanto, para entendermos como ele é calculado, é importante explicar como ele é composto. No caso, ele é dividido entre o Custo de Capital de Terceiros (K_d) e o Custo de Capital Próprio (K_e), refletindo o componente da estrutura de financiamento da empresa. Brealey, Myers e Allen comentam que “o custo do capital é estimado, portanto, como uma mescla do custo do passivo (a taxa de juro) e o custo dos capitais próprios (a taxa esperada de retorno exigida pelos investidores das ações ordinárias da organização)”⁸.

Conforme define Assaf Neto, “custo de capital é a taxa de desconto selecionada pelos investidores (financiadores) de uma empresa para cálculo do valor presente dos fluxos futuros esperados de benefícios de caixa”⁹. Em outras palavras, seria o menor retorno esperado para que os investidores aceitem realizar um investimento. Quando a

⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 545

⁸ BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. Princípios de Finanças Corporativas. 10. ed. McGraw-Hill, 2011. p. 196

⁹ ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 54

empresa possui um retorno maior que o custo de capital nas suas escolhas de investimentos, ocorre a geração de valor econômico.

O custo de capital de relaciona com a ideia de custo de oportunidade. Logo, se existirem investimentos de maior risco, deve haver retornos maiores, e vice-versa. O risco da decisão que apontará o custo de oportunidade.

4.2. Custo de Capital de Terceiros (Kd)

Também chamado de custo da dívida. Seria o quanto a empresa possui de custos ao conseguir empréstimos e se financiar junto ao mercado. Segundo Assaf Neto, “é um custo explícito de capital, calculado pela taxa de desconto que iguala entradas com saídas de caixa em um único momento de tempo”¹⁰, segundo Assaf Neto. Existem diferentes tipos de dívidas assumindo, cada uma delas, diferentes taxas de juros, que variam de acordo com o prazo de vencimento, o risco de inadimplência e a liquidez.

No caso do prazo de vencimento, este se relaciona com as taxas de juros de títulos de dívida a partir da Estrutura a Termo das Taxas de Juros (ETTJ). Normalmente, quanto maior a maturidade/vencimento do título, maiores os juros. Neste caso, o mercado espera que as taxas de juros à vista (spot) no futuro sejam maiores que as taxas atuais. Por outro lado, se acontecer das taxas de juros diminuírem com o crescimento do vencimento (maturidade), isso aponta que o mercado espera que os juros futuros sejam menores que os níveis atuais. A taxa nominal de juros de mercado considera, entre outras variáveis, a taxa livre de risco e os prêmios pela liquidez, pela inflação esperada e pelo risco de o devedor não arcar com os pagamentos que deve.

Avaliando o risco de inadimplência (ou não pagamento), é atribuído um prêmio por risco aos juros, de forma a remunerar a chance de ocorrer o calote, o não pagamento dos títulos de dívida de longo prazo. As agências de classificação de risco determinaram ratings para avaliar a capacidade de as empresas arcarem com seus pagamentos devidos. A escala de rating é, em geral, dividida entre grau especulativo e grau de investimento. A função dessas agências de rating (*Moody's*, *Standard & Poors* e *Fitch* estão entre as mais conhecidas) é apresentar uma classificação de risco a emissores de dívidas, sejam eles

¹⁰ ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 55

empresas ou países, por exemplo, para mostrar sua capacidade em honrar ou não seus pagamentos dentro do prazo estipulado nos contratos firmados.

Com relação à liquidez, de forma simplificada, mostra a velocidade com que o título de dívida é negociado no mercado.

Podemos definir o custo de capital de terceiros (K_d) da seguinte forma:

Tabela 6: K_d

$K_d = \text{Ativo Livre de Risco} + \text{Spread de Risco da Empresa} * (1 - IR)$
--

Fonte: Elaboração própria, com base em Assaf Neto

Entendemos por ativos livres de risco aqueles investimentos em que não há chance de *default*, isto é, não há dúvidas de que o pagamento de principal mais juros será honrado no vencimento. Esses ativos apresentam desvio-padrão zero. São considerados apenas um conceito, já que qualquer investimento possui risco, por menor que ele seja. Normalmente se referem a títulos do Governo, cujas chances de não pagamento são bem próximas de zero. É usual o mercado utilizar como ativo livre de risco o *t-bond* de prazo de dez anos, emitido pelo governo dos Estados Unidos. No presente trabalho, o ativo livre de risco escolhido equivale a títulos atrelados à taxa Selic.

O Spread de Risco é determinado pelas agências de risco, sendo que quanto maior o risco da empresa, maior o spread. Há ainda uma parcela referente ao benefício fiscal que equivale ao imposto de renda que deve ser deduzido para o cálculo do K_d , sendo que foi utilizada neste trabalho a alíquota de 34% para o imposto de renda.

4.3. Custo de Capital Próprio (K_e) e o CAPM

As empresas podem ainda, conforme escreve Assaf Neto, “financiar seus investimentos através de recursos próprios – obtidos por emissões de novas ações e retenção de lucros – e recursos de terceiros – identificados em empréstimos e financiamentos”¹¹. Muitas empresas costumam alavancar seus investimentos através de

¹¹ ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 71

recursos de terceiros, e isso acontece porque utilizar dívidas na estrutura de capital reduz o custo financeiro quando comparado com o uso de capital próprio. O investidor de capital próprio, isto é, o acionista exige um retorno do investimento maior, já que assume mais risco.

O custo de capital próprio “expressa a taxa de mínima de retorno que os investidores (acionistas) exigem ao aplicarem seus recursos próprios na empresa”¹². Para compreender o cálculo do K_e precisamos utilizar um modelo de precificação de ativos conhecido como *Capital Asset Price Model* (ou CAPM), desenvolvido na década de 1940 pelos economistas William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor. O modelo aponta que, em um mercado competitivo, o prêmio de risco esperado varia de maneira proporcional ao beta. Através do CAPM, o custo de oportunidade de capital próprio considera a remuneração do ativo livre de risco somado a um prêmio pelo risco de mercado que, por sua vez, é ponderado pelo risco da empresa. Se a empresa tiver um risco igual ao da carteira de mercado, chamado de risco sistemático, o K_e será a soma da taxa livre de risco com o ágio de risco de mercado, como aponta a fórmula abaixo:

Tabela 7: K_e

$$K_e = R_f + \beta [E(R_M) - R_f]$$

Onde:

K_e : custo de capital próprio

R_f : ativo livre de risco (taxa de juros livre de risco da economia)

β : coeficiente beta da ação

$E(R_M)$: valor esperado do retorno da carteira de mercado

$R_M - R_f$: prêmio pelo risco de mercado

$\beta [E(R_M) - R_f]$: prêmio pelo risco do ativo

¹² ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 71

De forma simplificada, o K_e é o retorno mínimo que os investidores aceitam para comprar ações de determinada empresa. O prêmio pelo risco de mercado equivale ao ágio por assumir esse risco. O retorno da carteira de mercado é a remuneração do índice de bolsa, neste caso do Índice Bovespa (Ibov). Este retorno diminuído da taxa de juros livre de risco forma o prêmio pelo risco de mercado, que pode ser medido a partir de dados históricos ou de projeções futuras.

O coeficiente beta mede o risco da empresa ou de um setor produtivo com relação ao risco sistemático de mercado. Conforme afirmar Brealey, Myers e Allen, o prêmio de risco esperado varia de maneira proporcional ao beta encontrado. Assim, “o prêmio de risco esperado de um investimento com um beta de 0,5 é, portanto, metade do prêmio de risco esperado do mercado”¹³. O beta mede a variação da cotação de um ativo ou uma carteira de ativos no mercado acionário em relação à variação do mercado (aqui entendido como o Ibov. Se o Ibov sobe 1% e o beta de uma empresa for 0,8, espera-se que o papel suba 0,8%, por exemplo. Podemos entender o beta a partir da tabela abaixo:

Tabela 8: Beta

$\beta = -1$ → ativo varia na mesma proporção, mas em direção oposta ao mercado
$\beta = 0,5$ → ativo varia em proporção menor e na mesma direção que o mercado
$\beta = 1$ → ativo varia na mesma proporção e direção que o mercado

Fonte: Elaboração própria

Cabe dizer ainda que as ações podem apresentar betas maiores que 1 ou inferiores a -1. O raciocínio é o mesmo: se o Índice Bovespa subir 1% e o beta de certa empresa for 2,0, isto significa que a empresa variou positivamente 2%, o dobro do retorno da carteira de mercado.

Como mostram Brealey, Myers e Allen, o modelo CAPM mostra que para a seleção de carteiras “os investidores gostam de retornos esperados elevados e de baixos desvios-

¹³ BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. Princípios de Finanças Corporativas. 10. ed. McGraw-Hill, 2011. p. 196

padrão”¹⁴, ou seja, buscam a carteira ótima (ou eficiente), que possui maior retorno para menor risco. Além disso, comentam que “se o investidor puder emprestar ou pedir emprestado a uma taxa de juro sem risco, há uma carteira eficiente que é melhor do que todas as outras”¹⁵. Assim, um investidor avesso ao risco dividirá seus recursos entre esta carteira eficiente e em ativos livres de risco; por outro lado, investidores que aceitam mais risco podem colocar todo seu dinheiro na carteira ou ainda conseguir um empréstimo para elevar seu investimento.

O risco de uma empresa pode ser dividido em dois grupos: risco econômico e risco financeiro. O primeiro se refere ao negócio da empresa, considerando a concorrência, os custos que ela possui e a qualidade do crédito, por exemplo. Seria o risco envolvido nas atividades operacionais. O segundo risco aborda o endividamento e a capacidade de pagamento da empresa. Uma empresa que seja financiada apenas por recursos próprios não tem risco financeiro, mas se tiver qualquer parcela de terceiros, esse risco aparece e aumenta quanto mais alavancada estiver (quanto mais dívida tiver com relação ao total de recursos próprios).

Conforme aponta Assaf Neto, há uma relação entre alavancagem e o WACC, já que “o aumento da alavancagem permite a diminuição do custo total de capital (WACC) pela maior participação de dívidas na estrutura de financiamento, as quais representam, por definição, custo inferior ao do capital próprio”¹⁶. No entanto, essa redução é limitada até certo ponto, quando tende a crescer rapidamente, já que se assumiu grande risco.

¹⁴ BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. *Princípios de Finanças Corporativas*. 10. ed. McGraw-Hill, 2011. p. 178

¹⁵ *Idem*

¹⁶ ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 82

4.4. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

O WACC é entendido como uma taxa de desconto que representa “o retorno mínimo que todos os investidores esperam receber de forma a remunerar o custo de oportunidade dos recursos aplicados”¹⁷, conforme define Assaf Neto. Ele indica a eficácia da gestão financeira em determinado período de tempo. O mesmo autor explica que o WACC, sob a ótica da avaliação econômica, representa uma taxa que é utilizada para “descontar os fluxos operacionais futuros disponíveis esperados de caixa para o momento atual (valor presente), apurando assim o valor da empresa para todos os investidores identificados como credores e acionistas”¹⁸.

Tabela 9: WACC

$$\text{WACC} = [K_e \times (E / (D+E))] + [K_d \times (1-IR) \times (D / (D+E))]$$

WACC: Custo Médio Ponderado do Capital

K_e : custo de oportunidade do capital próprio

K_d : custo de capital de terceiros

IR: alíquota de imposto de renda

D: dívidas onerosas (empréstimos e financiamentos mais juros)

E: *Equity* (quantidade de ações emitidas x cotação de mercado da ação)

Fonte: Elaboração própria

Algumas considerações sobre o WACC devem ser feitas. A primeira delas é que ele é calculado descontando o imposto de renda. Dessa forma, os fluxos de caixa também devem já ter o desconto desta tributação. Além disso, se os fluxos de caixa forem incorporados com valores correntes, considerando uma expectativa de inflação, o WACC deve ser calculado em bases nominais. No entanto, considerando fluxos de caixa em

¹⁷ ASSAF NETO, Alexandre. Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 94

¹⁸ Ibid, p. 82

moeda constante, a taxa de desconto aplicada deverá ser em taxa real, retirando os efeitos da inflação.

Outra consideração é que a estimativa do Custo Médio Ponderado do Capital tem como premissa que a empresa mantém uma estrutura de financiamento em situação de equilíbrio financeiro. Assim, todas as dívidas de curto prazo devem ser cobertas no curto prazo, e as de longo prazo, no período correspondente. No Brasil, se observa que muitas empresas têm uma parcela considerável de seus financiamentos sendo de curto prazo.

Outro ponto a se considerar é que a ponderação das fontes de financiamento deve ser feita a valor de mercado, quando da estimação do WACC. A taxa de desconto é calculada de modo que a estrutura de capital da empresa (relação entre dívidas e recursos próprios) seja considerada ideal, a fim de reduzir o custo total e maximizar o valor da empresa.

Por fim, a alavancagem financeira afeta a mensuração do valor da empresa. Como Assaf Neto explica, as despesas financeiras, ou despesas com juros, geram benefícios fiscais, uma vez que esses juros da dívida serão deduzidos no cálculo do imposto de renda e, assim, diminuem o lucro que será tributado.

Juliano Pinheiro comenta que encontrar o valor residual na perpetuidade “pressupõe que a empresa, gerando retornos maiores do que seu custo de capital, atrairá uma concorrência que, ao fim do período de previsão, levará os retornos dos novos investimentos para baixo do custo de capital”¹⁹.

Tabela 10: Perpetuidade

$$\text{Perpetuidade} = \text{Fluxo de Caixa Anual} \times (1 + g) / (\text{WACC} - g)$$

g: taxa de crescimento na perpetuidade

Fonte: Elaboração própria

Pela fórmula acima, pode-se observar que a taxa de crescimento aumenta a perpetuidade anualmente.

¹⁹ PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 542

5. SETOR DE E-COMMERCE NO BRASIL

5.1. Um pouco sobre a história

Segundo Mariana Anselmo, editora da revista E-commerce Brasil, o conceito de comércio eletrônico é utilizado “a qualquer tipo de negócio ou transação comercial que implique a transferência de informação através da internet, como sites que comercializam produtos, serviços, consórcios e sites de leilões”²⁰.

O setor de e-commerce é relativamente novo, surgindo após o boom da computação e da internet, com sua versão inicial “1.0”, na qual têm destaque os sistemas Microsoft e Windows. A Amazon, gigante americana do setor, foi pioneira neste modelo de negócio com plataformas digitais (junto ao e-Bay), sendo que nos seus primeiros anos apenas vendia livros. Com o passar do tempo e com os clientes cada vez mais interessados em efetuar compras sem ter que sair de casa, as compras pela internet cresceram fortemente, uma vez que se pôde encontrar em um mesmo site um grande número de diferentes produtos e preços, algo que nas lojas físicas isso não é possível.

Atualmente, o *e-commerce* vive sua fase “2.0”, com o cliente participando e avaliando os produtos disponíveis nas plataformas e dividindo, assim, suas considerações com outros consumidores que eventualmente estejam interessados naqueles.

5.2. Tipos

O setor vem evoluindo rapidamente com o passar dos anos buscando atingir diferentes públicos-alvo. Com isso, atualmente existem quatro principais tipos de e-commerce:

- Business to Customer (B2C)

É o modelo mais comum e realizado entre empresa e consumidor. Os grandes varejistas, como Magazine Luiza, B2W e Via Varejo, atuam nele que conta com a venda

²⁰ Disponível em: < <https://www.ecommercebrasil.com.br/wp-content/uploads/2014/10/Guia-para-o-lojista-iniciante-E-Commerce-Brasil2.pdf> >. Acesso em: 07 set. 2018

direta dos produtos entre as duas pontas no envolvidas no negócio. Como a concorrência é grande, o nível de informação dos itens disponíveis também é bastante elevado. Muito usada por empresas que também possuem lojas físicas, possibilitando a integração *omnichannel*, ou seja, que permitem ao cliente comprar certo produto pelas redes sociais, site próprio, celular ou na própria loja física da marca em questão, explorando a experiência que ele terá com a empresa nestes diferentes canais, porém, de forma integrada. Unindo loja virtual com loja física, o consumidor pode, por exemplo, realizar um pedido online e retirá-lo no estabelecimento que o melhor o interessar. É a união do *online* com o *offline*.

- Business to Business (B2B):

São as negociações de compra e venda realizadas entre empresas. Neste tipo de e-commerce, normalmente exige-se prazos maiores, assim como valores de frete superiores, já que são produtos normalmente vendidos em larga escala.

- Marketplace:

As negociações de compra e venda dos produtos são feitas pela internet, da mesma maneira que nas lojas virtuais, porém, no *marketplace* as empresas não os vendem de forma direta, havendo um intermediador. É o caso, por exemplo, do Mercado Livre. Possuem um número muito elevado de visualizações atingindo, assim, públicos diversos. Dentro deste modelo temos os seguintes tipos:

- *Consumer to Consumer (C2C):*

Comércio efetuado entre os próprios consumidores (pessoas físicas) e intermediado por uma empresa. Podemos exemplificar aqui o aluguel de imóveis.

- *Consumer to Business (C2B):*

As pessoas físicas vendem para empresas. Como exemplo, temos os *freelancers*.

- *Business to Government (B2G)*:

Negociações feitas entre empresas e órgãos públicos de governos, como no caso de licitações.

- *Business to Employee (B2E)*:

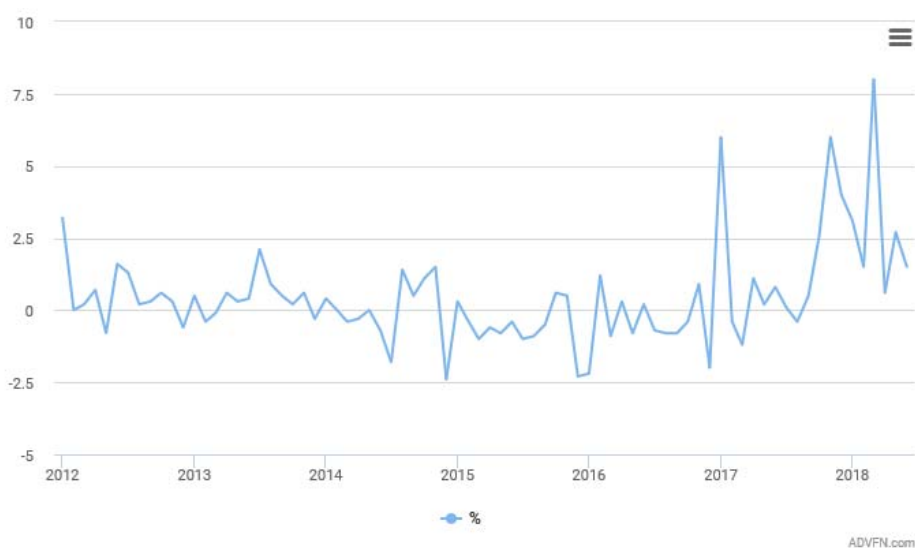
A empresa vende seus produtos diretamente a seus funcionários. Em geral, é para empresas com margens de lucro maiores, uma vez que os itens não são vendidos para o grande público.

- *Social Commerce (s-commerce)*:

Neste tipo, as redes sociais têm papel de destaque para atrair e fidelizar seus consumidores, sendo o Facebook um excelente exemplo.

5.3. O futuro próximo

O gráfico a seguir, que vai de janeiro de 2012 a junho de 2018, mostra a variação mensal do volume de vendas no comércio varejista brasileiro. Como se observa, entre 2014 e 2016, o volume mensal foi decrescendo em grande parte do tempo. A partir de 2017, com a recuperação da economia nacional, o varejo ganhou tração, crescendo a taxas superiores a 5%, com relação ao mês anterior, em pelo menos três desses meses, elevando a média do volume de vendas no comércio varejista, se comparado com o período de 2012 a 2016. Vale destacar que o setor é muito sensível ao cenário macroeconômico, e aos níveis de renda e emprego da população. As taxas de juros da economia e o montante de crédito disponível no mercado também afetam. Juros e taxa de desemprego menores, crédito e renda maiores colaboram para a melhora do e-commerce no país.

Tabela 11: Variação mensal do volume de vendas no comércio varejista brasileiro

Fonte: ADVFN

Segundo a Associação Brasileira de Comércio Eletrônico (ABComm), o setor de e-commerce no Brasil deve crescer 15%, em 2018, na comparação com 2017, com faturamento estimado em R\$ 69 bilhões. O número de pedidos nas lojas virtuais deve crescer acima dos 8%, superando os 220 milhões, segundo estimativas. O ticket médio (preço médio dos produtos vendidos) deve ser de R\$ 310, ante R\$ 294 do ano passado.

Já de acordo com o Google, após pesquisa feita em 2016, o comércio eletrônico deve dobrar sua fatia no faturamento do varejo até 2021, saindo de 5,4% para 9,5%, atingindo, para isso, crescimento médio de 12,4% ao ano. Para isso ser possível, a empresa aponta que, até 2021, cerca de 27 milhões de pessoas farão sua aquisição online. Dentre os itens a serem adquiridos, a preferência continuará sendo de eletrônicos, computadores, livros e mídia com uma parcela de 52% (embora em 2010 representassem 65% das vendas), seguida por roupas, calçados, alimentos e itens de beleza com 25% (contra 11% em 2010).

6. CASE MAGAZINE LUIZA E TRNASFORMAÇÃO DIGITAL

6.1. Linha do tempo

Atualmente, a empresa é modelo em gestão de negócios e um dos expoentes no setor de e-commerce no Brasil. Contudo, o Magazine Luiza começou como uma pequena loja de presentes em Franca, interior de São Paulo, em 1957, criado pelo casal Luiza Trajano Donato e Pelegrino Donato. Duas décadas mais tarde, adquiriu as Lojas Mercantil abrindo, assim, suas primeiras filiais ainda no interior do estado de São Paulo. Nos anos 1980, a empresa se expandiu para cidades do Triângulo Mineiro. Porém, a partir do começo da década de 1990, um novo ciclo se inicia, com Luiza Helena Trajano, sobrinha da fundadora assumindo o controle da companhia, que o Magazine entrou no mundo virtual, em 1992. Ao longo desta década, a rede ainda chega ao Paraná e ao Mato Grosso do Sul.

No entanto, os anos 2000 reservavam mais uma mudança de ciclo, agora o de “Crescimento Sustentável”. Em 2000, é lançado o site de e-commerce, o mesmo até hoje usado. Em 2001, em parceria com o Itaú Unibanco é criada a financeira Luizacred. Em 2003, a rede chega a Campinas (SP) e é eleita, pelo Instituto Great Place to Work, a melhor empresa para trabalhar no Brasil, sendo a primeira varejista no mundo a conseguir isto. No biênio 2004-05, após novas aquisições, chegam em todos os estados da Região Sul do país. Em 2008, a capital paulista recebia 46 lojas, abertas no mesmo dia. Já 2010 foi o ano da chegada da empresa ao Nordeste, após comprar uma rede local.

Nesta última década, ela realizou sua Oferta Pública de Ações (IPO) na BM&F Bovespa, em 2011, sendo que hoje 64% dos papéis estão com os controladores e 36% em circulação no mercado secundário para negociação. Já em 2014, integrou os nove centros de distribuição, permitindo entregas mais rápidas e com menores custos de frete, além de patrocinar a Copa do Mundo da FIFA no Brasil na televisão, e criar o Luizalabs (laboratório de tecnologia e inovação que busca a criação de serviços e produtos focados no varejo). Finalmente, um novo ciclo na empresa começou, em 2015, o de “Transformação Digital”, com novo aplicativo para celular e implantação de vendas através do telefone em 180 lojas, além de o novo CEO da empresa ser escolhido, Frederico Trajano, então diretor-executivo de operações. Atualmente, segundo dados da empresa, são 913 lojas em dezesseis estados do país e doze centros de distribuição

localizados nas regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste, que atendem a, aproximadamente, 45 milhões de clientes, através de mais de 20 mil colaboradores.

6.2. Negócios

O Magazine Luiza é composto de quatro negócios, sendo que o principal deles é no segmento de varejo. A estratégia multicanal adotada busca atingir todo o país, mesmo em locais em que a empresa não possua lojas físicas, um dos seis formatos diferentes na plataforma de vendas que ainda inclui lojas virtuais, vendas por telefone, e-commerce, vendas corporativas e o magazinevocê. Essa estratégia ainda pretende reduzir despesas fixas (administrativas, marketing e logística), entre outros objetivos.

Um segundo negócio da empresa é o Luizacred, financeira formada da joint-venture com o Itaú Unibanco, que conta com 3,4 milhões de cartões emitidos e carteira de crédito de R\$ 5,7 bilhões no fim de 2017. Dentre os produtos disponíveis estão cartão de crédito, Crédito Direto ao Consumidor (CDC), empréstimo pessoal, entre outros.

Outro é o Luizaseg, joint-venture com a empresa Cardiff (parte do grupo francês BNP Paribas), e fundado em 2005, que atua no ramo de seguro de garantia estendida de produtos e ainda vende produtos, como seguro desemprego, perda e roubo, entre outros.

Por fim, há o Consórcio Luiza, criado em 1992, com o objetivo de formar uma poupança para compra de bens e contratação de serviços, através do autofinanciamento entre pessoas físicas e jurídicas.

6.3. Ciclo atual: Transformação Digital

A empresa possui a proposta de se transformar, passando de uma companhia de varejo tradicional com um enfoque na plataforma digital, para uma firma digital, com lojas físicas. Para isso, possuem cinco pilares:

- Inclusão digital: ensinar ao consumidor as vantagens do uso da internet para as compras, já que metade da população tem acesso a redes sociais;

- Digitalização das lojas físicas: para aumentar a produtividade, autonomia e volume de vendas. Para isso, conta com:

Mobile Vendas: lojas físicas realizam vendas através dos celulares

Mobile Montador: montagem de móveis mais rápida

Mobile Estoquista: redução do tempo para retirada do produto na loja;

- Multicanalidade: mais da metade das vendas online são entregues a partir do centro de distribuição mais próximo do consumidor. A ideia é compartilhar os veículos de entregas de produtos adquiridos tanto pelo site quanto nas lojas físicas, assim reduzindo os custos com frete;

- Transformar o site em plataforma digital: através do modelo marketplace, vender produtos de diferentes varejistas, distribuidores ou até mesmo de canais de venda direta, a fim de aumentar a cartela de produtos disponíveis;

- Cultura digital: incentivar colaboradores a utilizar as redes sociais e aplicativos para conversar com as lojas e os consumidores, como a Luizalabs faz.

A transformação digital parece que ajudará o Magazine Luiza a sobreviver ao chamado “Apocalipse do Varejo”, termo usado há alguns anos nos Estados Unidos e que está presente em todo o planeta atualmente, que mostra que algumas empresas tradicionais do varejo estão perdendo espaço para gigantes do setor, como a Amazon, e podendo inclusive encerrar suas operações. Segundo o Credit Suisse, em matéria publicada pelo InfoMoney²¹, das varejistas multinacionais com capital aberto apenas sete empresas teriam maior resiliência no crescimento, aponto de continuar a operar, sendo o Magazine Luiza uma delas. Na análise, o Credit utilizou o preço da ação e o retorno financeiro sobre o investimento, e concluiu que esse grupo seletivo tem como foco no seu business um importante braço eletrônico, além de preços competitivos.

Posteriormente, outra análise também veiculada no InfoMoney, agora do BTG Pactual²², aponta a logística de *omnichannel* como um dos motivos para essa ausência do “Apocalipse”. O banco aponta que a plataforma *omnichannel* possibilita ao Magazine

²¹Disponível em:< <https://www.infomoney.com.br/negocios/grandes-empresas/noticia/7479403/empresas-vao-sobreviver-apocalipse-varejo-uma-brasileira>>. Acesso em: 13 set. 2018

²² Disponível em <https://www.infomoney.com.br/negocios/grandes-empresas/noticia/7530231/por-que-magazine-luiza-sera-dos-sobreviventes-varejo-mundial>>. Acesso em: 13 set. 2018

Luiza manter a qualidade dos serviços fornecidos nos diferentes canais, gerando um ambiente competitivo, importantíssimo para obter sucesso neste negócio. Assim, a ideia de comprar pela internet e receber na loja o produto é otimizada. Os analistas citam a forma como a empresa gerencia o crescimento do *marketplace*, que possui opção de armazenamento completo ou entrega cruzada, caso em que o produto passa por um dos onze centros de distribuição que formam o “Malha Luiza” e fazem com que os custos de entrega sejam entre 25% e 30% inferiores em relação às maiores firmas deste setor, além de acelerar as entregas (na grande São Paulo, as entregas são feitas em até 2 dias).

7. PROJEÇÃO DA MGLU3

7.1. Balanço e Valuation de 2017

Inicialmente, apresentamos o balanço patrimonial da companhia, nas páginas a seguir, com dados desde 2010 até o último ano de interesse, 2017. Dentre estes valores, valem destaque: “Caixa e Equivalentes Caixa”, “Títulos e Valores Mobiliários” e “Empréstimos e financiamentos” para o cálculo da dívida líquida que, por sua vez, será usada no Valor da Empresa (Enterprise Value) para fins de encontrar o múltiplo EV/Ebitda. Tudo isso será abordado mais adiante.

Tabela 12: Balanço Patrimonial Consolidado

BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ATIVO CIRCULANTE								
Caixa e Equivalentes de Caixa	328,9	173,1	418,9	280,3	412,2	617,5	599,1	412,7
Títulos e Valores Mobiliários	46,7	75,0	126,4	491,3	451,0	497,6	819,0	1.259,6
Contas a Receber	1.524,7	1.927,8	486,5	530,6	618,3	435,2	581,0	1.241,3
Estoques	849,8	1.264,7	1.068,8	1.251,4	1.472,7	1.353,1	1.596,7	1.969,3
Partes Relacionadas	36,0	42,6	73,6	108,9	93,2	86,2	64,0	96,8
Tributos a Recuperar	46,5	24,6	208,5	218,6	295,6	334,3	212,2	200,7
Outros Ativos	63,0	59,4	38,0	41,0	52,9	36,6	47,8	77,3
Total do Ativo Circulante	2.895,6	3.567,1	2.420,6	2.922,0	3.395,9	3.360,5	3.919,8	5.257,6
ATIVO NÃO CIRCULANTE								
Títulos e Valores Mobiliários	32,0	43,3	-	-	-	46,7	0,2	-
Contas a Receber	18,7	9,4	0,4	4,7	5,0	2,6	3,6	4,7
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	168,2	178,9	148,3	139,4	146,4	229,3	242,0	223,1
Tributos a Recuperar	10,2	31,0	137,4	158,8	106,5	177,3	223,6	166,0
Depósitos Judiciais	47,2	89,0	129,3	170,1	209,6	248,5	292,2	310,9
Outros Ativos	22,4	19,8	39,6	45,4	52,0	54,3	52,3	44,4
Investimentos em Controladas	-	-	222,9	212,5	280,6	297,5	293,8	311,3
Imobilizado	358,8	489,9	574,0	540,4	566,2	578,6	560,1	569,0
Intangível	374,6	448,9	435,3	481,4	488,8	506,7	513,0	532,4
Total do Ativo não Circulante	1.032,2	1.310,2	1.687,2	1.752,7	1.855,1	2.141,5	2.180,8	2.161,9
TOTAL DO ATIVO	3.927,8	4.877,4	4.107,7	4.674,7	5.251,0	5.502,0	6.100,6	7.419,5

PASSIVO CIRCULANTE								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fornecedores	1.132,3	1.267,8	1.326,3	1.651,5	1.789,9	1.894,2	2.365,0	2.919,5
Empréstimos e Financiamentos	108,8	129,7	317,2	425,2	591,4	568,4	838,0	434,3
Salários, Férias e Encargos Sociais	116,5	121,6	138,3	166,6	167,4	153,9	188,4	236,6
Tributos a Recolher	39,4	49,3	47,8	41,7	44,6	30,6	40,1	84,5
Depósito Interfinanceiro	852,7	981,5	-	-	-	-	-	-
Operações com Cartões de Crédito	220,2	436,1	-	-	-	-	-	-
Provisões técnicas de seguros	22,9	32,5	-	-	-	-	-	-
Partes Relacionadas	21,7	25,5	51,3	73,6	80,3	68,4	73,0	89,5

Tributos Parcelados	43,0	2,9	9,1	8,3	6,5	-	-	-
Receita Diferida	26,0	24,1	37,1	36,7	37,7	41,4	40,3	41,6
Dividendos a Pagar	-	1,7	-	16,2	18,3	-	12,3	64,3
Outras Contas a Pagar	102,4	94,6	80,8	107,7	95,2	118,0	115,3	265,8
Total do Passivo Circulante	2.685,9	3.167,1	2.007,9	2.527,6	2.831,4	2.874,8	3.672,4	4.136,0
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Empréstimos e Financiamentos	666,1	581,7	918,8	895,1	1.120,2	1.255,0	1.010,8	437,2
Provisão para Riscos Tributários, Cíveis e Trabalhistas	4,0	-	-	-	-	-	-	-
Impostos Parcelados	6,3	4,4	1,8	-	-	-	-	-
Provisões Técnicas de Seguros	20,8	17,9	-	-	-	-	-	-
Provisão para Riscos Tributários, Cíveis e Trabalhistas	182,0	173,4	187,6	245,9	265,7	243,4	284,1	301,5
Receita Diferida	296,1	294,3	375,2	349,2	315,9	550,9	509,2	468,8
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	13,7	10,8	-	-	-	-	-	-
Outras Contas a Pagar	5,4	6,9	0,6	48,9	49,9	2,3	2,6	1,9
Total do Passivo não Circulante	1.194,4	1.089,3	1.483,9	1.539,0	1.751,6	2.051,5	1.806,6	1.209,5
TOTAL DO PASSIVO	3.880,3	4.256,4	3.491,8	4.066,6	4.583,1	4.926,3	5.479,0	5.345,5
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capital Social	43,0	606,5	606,5	606,5	606,5	606,5	606,5	1.719,9
Reserva de Capital	-	-	2,8	5,6	10,1	14,6	19,0	37,1
Ações em Tesouraria	-	-	-	20,1	20,2	(9,6)	(28,7)	(14,0)
Reserva Legal	3,4	4,0	4,0	9,7	16,1	16,1	20,5	39,9
Reserva de Retenção de Lucros	1,0	10,4	2,6	7,9	56,6	-	3,1	288,4
Ajuste de Avaliação Patrimonial	-	-	0,1	1,6	1,3	1,6	1,2	2,7
Lucros (Prejuízos) Acumulados	-	-	-	-	-	50,4	-	-
Total do Patrimônio Líquido	47,4	620,9	616,0	608,1	667,9	575,7	621,6	2.074,0
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	3.927,8	4.877,4	4.107,7	4.674,7	5.251,0	5.502,0	6.100,6	7.419,5

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Os dados consolidados anuais do demonstrativo de resultado do exercício (DRE) seguem abaixo. O Ebitda aqui apresentado é apenas a soma do Ebit com depreciação e amortização. No entanto, nos dois *valuations* foi utilizado um Ebitda ajustado que explicaremos à frente.

Tabela 13: DRE Consolidado

DRE CONSOLIDADO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Bruta	5692,0	7601,3	8456,1	9692,4	11504,7	10498,3	11371,6	14321,1
Impostos e Cancelamentos	-884,0	1182,0	1389,3	1604,0	-1725,3	-1520,1	-1862,9	-2336,9
Receita Líquida	4808,0	6419,4	7066,8	8088,4	9779,4	8978,3	9508,7	11984,3
Custo Total	-3166,3	4275,1	5057,8	5825,4	-7086,9	-6399,6	-6586,1	-8378,2
Lucro Bruto	1641,8	2144,3	2009,0	2263,0	2692,5	2578,6	2922,6	3606,0
Despesas Totais	-1209,0	1698,0	1776,3	1917,5	-2188,8	-2179,3	-2258,2	-2656,0
Despesas com Vendas	-960,2	1343,3	1404,1	1513,8	-1746,3	-1720,8	-1776,3	-2120,0
Despesas Gerais e Administrativas	-248,9	-354,6	-372,2	-403,7	-442,6	-458,5	-481,9	-536,0
Perda em Liquidação Duvidosa	-175,3	-244,9	-23,5	-21,2	-22,5	-30,5	-26,1	-41,9
Equivalência Patrimonial	0,0	0,0	18,0	54,5	99,6	75,6	62,7	86,2
Outras Receitas Operacionais Líquidas	62,5	99,2	31,7	98,2	24,5	20,2	13,5	36,5
Depreciação e Amortização	-68,5	-86,9	-92,4	-102,0	-114,3	-125,8	-133,6	-143,1
EBIT	251,4	213,7	166,5	375,0	490,9	338,9	580,9	887,7
Resultado Financeiro Líquido	-141,5	-165,7	-203,8	-244,0	-360,7	-486,1	-503,8	-410,8
Receitas Financeiras	36,6	51,7	47,8	69,4	96,5	130,3	116,7	110,1
Despesas Financeiras	-178,0	-217,4	-251,6	-313,4	-457,2	-616,4	-620,5	-520,9
Lucro Operacional	110,0	47,9	-37,3	131,0	130,2	-147,1	77,1	476,9
IR/CSLL	-41,1	-36,3	30,6	-17,2	-1,6	81,5	9,5	-87,9
Lucro Líquido	68,8	11,7	-6,7	113,8	128,6	-65,6	86,6	389,0
EBITDA	319,9	300,6	258,9	476,9	605,3	464,7	714,6	1030,8

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Com relação ao resultado financeiro, temos:

Tabela 14: Resultado Financeiro

RESULTADO FINANCEIRO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receitas Financeiras								
Rendimento de Aplicações Financeiras e Títulos Mobiliários	7,9	32,2	6,0	7,0	6,8	12,6	13,4	12,9
Juros de Vendas de Garantia Estendida	14,1	13,2	27,7	48,8	63,2	54,9	41,2	51,4
Descontos Obtidos	11,6	2,9	5,8	9,3	19,0	45,7	56,1	40,2
Outras Receitas Financeiras	2,9	3,3	8,3	4,3	7,5	17,1	5,9	5,5
Juros por Atrasos	2,1	2,1	2,4	3,7	5,3	5,7	4,4	4,2
Variação Cambial Ativa + Outras	0,8	1,2	5,9	0,6	2,2	11,4	1,5	1,3
Total	36,6	51,7	47,8	69,4	96,5	130,3	116,7	110,1
Despesas Financeiras								
Juros de Empréstimos e Financiamentos	-113,6	-136,8	-114,3	-133,2	-184,8	-262,8	-272,8	-198,9
Encargos Sobre Antecipação de Cartão de Crédito	-33,6	-52,9	-105,6	-134,6	-219,8	-275,3	-309,7	-275,0
Outras Despesas Financeiras	-30,8	-27,7	-31,7	-45,6	-52,6	-78,2	-38,1	-47,1
Provisão de Juros Com Garantia Estendida	-11,9	-9,0	-14,3	-29,0	-36,6	-41,8	-17,2	-10,5
Variação Cambial Passiva + Outras	-18,9	-18,8	-17,4	-16,6	-16,0	-36,4	-20,9	-36,6
Total	-178,0	-217,4	-251,6	-313,4	-457,2	-616,4	-620,5	-520,9

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Podemos realizar uma análise de crescimento das principais linhas do DRE. Como 2010 é o primeiro ano dos dados colhidos não houve variação alguma. Em 2015 fica clara a situação em que a empresa se encontrava, ao reportar redução em todas as linhas. Foi colocada a sigla “ND” no lucro líquido para os casos em que não está disponível uma avaliação de crescimento, uma vez que houve transição de prejuízo para lucro acumulado de um ano para outro, ou vice-versa.

Tabela 15: Análise de Crescimento

Análise de Crescimento (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Bruta		33,5%	11,2%	14,6%	18,7%	-8,7%	8,3%	25,9%
Receita Líquida		33,5%	10,1%	14,5%	20,9%	-8,2%	5,9%	26,0%
Lucro Bruto		30,6%	-6,3%	12,6%	19,0%	-4,2%	13,3%	23,4%
Despesas Totais		40,4%	4,6%	7,9%	14,1%	-0,4%	3,6%	17,6%
EBIT		15,0%	22,1%	125,2%	30,9%	31,0%	71,4%	52,8%
Lucro Líquido		83,1%	ND	ND	13,0%	ND	ND	349,4%
EBITDA		-6,0%	13,9%	84,2%	26,9%	23,2%	53,8%	44,3%

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Fazendo uma análise de margens, em que dividimos o valor encontrado para o item de interesse do DRE (seguindo a tabela abaixo temos, em ordem, lucro bruto, despesas totais, Ebit, Ebitda e lucro líquido) pela receita líquida, encontramos:

Tabela 16: Análise de Margens

Análise de Margens	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Margem Bruta	34,1%	44,6%	41,8%	47,1%	56,0%	53,6%	60,8%	75,0%
Despesas Totais / Receita Líquida	25,1%	26,5%	25,1%	23,7%	22,4%	24,3%	23,7%	22,2%
Margem EBIT	5,2%	3,3%	2,4%	4,6%	5,0%	3,8%	6,1%	7,4%
Margem EBITDA	6,7%	4,7%	3,7%	5,9%	6,2%	5,2%	7,5%	8,6%
Margem Líquida	1,4%	0,2%	-0,1%	1,4%	1,3%	-0,7%	0,9%	3,2%

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Abordando, a partir deste momento o *valuation* referente a 2017, o ano de 2012 foi usado como primeiro ano para elaborar o *valuation*, já que os “Investimentos” (assim denominados pela própria companhia dentro dos ITR’s) que auxiliam na conta do CapEx, só incluem, de forma permanente, os subitens “Lojas Novas”, “Reformas”, “Tecnologia”, “Logística” e “Outros”, a partir do primeiro trimestre de 2013, com a entrada do “Logística”, havendo, assim, um comparativo com o ano de 2012. Mais adiante, apresentaremos os números do CapEx. Desmembraremos cada segmento utilizado na confecção do *valuation* em duas partes, sendo a primeira com os dados já existentes até 2017 e, em seguida, as projeções que vão de 2018 até 2024.

Tabela 17: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2012-17

Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Convenção fim de ano	0	0	0	0	0	0	0
Convenção meio de ano		0	0	0	0	0	0
Receita Líquida	6419,371	7066,8	8088,4	9779,4	8978,3	9508,7	11984,3
Crescimento a/a		10,1%	14,5%	20,9%	-8,2%	5,9%	26,0%
Custo Total		-5057,8	-5825,4	-7086,9	-6399,6	-6586,1	-8378,2
% Receita Líquida	<u>71,09%</u>	72%	72%	72%	71%	69%	70%
Lucro Bruto		2009,0	2263,0	2692,5	2578,6	2922,6	3606,0
Margem Bruta		28,4%	28,0%	27,5%	28,7%	30,7%	30,1%

Fonte: Elaboração própria

Na tabela acima, observamos duas convenções para os eventuais cálculos do fator de desconto que são fundamentais para se encontrar o Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE). Foi utilizada a convenção de meio de ano neste trabalho, já que ela comporta novas informações que venham a ocorrer durante um semestre do ano. Foi mantido o ano 0 (zero) até 2017, uma vez que as projeções se iniciam no ano seguinte, sendo assim, contabilizadas com o valor de 0,5 em 2018 e, daí em diante, acrescida uma unidade a cada ano subsequente até chegarmos em 2024 com 6,5. Todos os valores mostrados acima são os mesmos do DRE anteriormente apresentado, assim como os números relativos ao crescimento anual e aos comparativos com a receita líquida (% Receita Líquida e Margem Bruta).

Para as projeções do *valuation* referente a 2017, com relação à receita líquida, colocamos, no biênio 2018-19, crescimento de 18% ao ano, seguido por crescimentos 3 pontos percentuais menores do que o ano imediatamente anterior, até 2023 (2020 = 15% a.a. e 2021 = 12% a.a., 2022 = 9% a.a., e 2023 = 6% a.a.), devido à expectativa de melhora do consumo doméstico, da manutenção de juros baixos, do menor desemprego nos anos estimados e do aumento de participação no setor de e-commerce e do varejo, de uma forma geral. Por fim, em 2024, temos um crescimento anual de 5%, sendo este último valor usado como a taxa de crescimento na perpetuidade. Como aponta Assaf Neto, “o período da perpetuidade (ou contínuo) da empresa inicia-se no final do período de projeção (explícito)”²³

²³ ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation - Métricas de Valor & Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 187

Para as projeções do Custo Total foi mantida uma taxa equivalente a 71,09% da receita líquida no ano, correspondente ao valor médio encontrado no período entre 2012 e 2017.

Tabela 18: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2018-24

Ano	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Convenção fim de ano	1	2	3	4	5	6	7
Convenção meio de ano	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5
Receita Líquida	14141,4	16686,9	19189,9	21492,7	23427,0	24832,7	26074,3
Crescimento a/a	18,0%	18,0%	15,0%	12,0%	9,0%	6,0%	5,0%
Custo Total	-10052,5	-11862	-13641,3	-15278,3	-16653,3	-17652,5	-18535,1
% Receita Líquida	<u>71,09%</u>	71%	71%	71%	71%	71%	71%
Lucro Bruto	4088,9	4824,9	5548,6	6214,4	6773,7	7180,2	7539,2
Margem Bruta	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%

Fonte: Elaboração própria

Na sequência, temos o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial), ou seja, para efeitos de valuation foram retirados os números relativos a empresas controladas pela Magazine Luiza, como por exemplo, as Lojas Maia que apareciam nos releases até o primeiro trimestre de 2012 ou a Luizacred e a Luizaseg que aparecem atualmente. Esse desconto foi feito por duas razões: primeiro, porque a própria empresa em seus releases na parte de “Resultados por segmento” elimina o valor de “Equivalência Patrimonial” da conta do Consolidado; e segundo, porque os cálculos para encontrar o lucro líquido, por exemplo, no Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE), consideram as controladas como sendo 100% da Magazine Luiza, o que não acontece de fato. A empresa detém 50% da Luizacred, já que tem joint-venture com o Itaú Unibanco, e outros 50% da Luizaseg, onde tem joint-venture com o Cardiff.

Tabela 19: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2012-17

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT (ex-Equivalência Patrimonial)	148,5	320,5	391,3	263,3	518,2	801,5
Margem Ebit	2,1%	4,0%	4,0%	2,9%	5,5%	6,7%

Fonte: Elaboração própria

Para a projeção do Ebit (ex-Equivalência Patrimonial), de 2018 a 2024, foi usada uma taxa de crescimento de 30% ao ano com a crença de que as despesas totais (com vendas, gerais e administrativas) irão reduzir, com a implantação e efetiva utilização dos centros de distribuição (“Malha Luiza”) que devem reduzir os custos de transporte e frete da empresa, além de ter os retornos de suas tecnologias digitais aprimorando a eficiência de uma forma geral.

Tabela 20: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2018-24

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
EBIT (ex-Equivalência Patrimonial)	<u>30,00%</u>	1042,0	1354,6	1761,0	2289,3	2976,1	3868,9	5029,5
Margem Ebit		7,4%	8,1%	9,2%	10,7%	12,7%	15,6%	19,3%

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, foi feito um ajuste no modelo, através do desconto do item “Encargos Sobre Antecipação de Cartão de Crédito”, já que como aponta a Pagar.me, empresa de pagamentos online e gestão financeira, “a taxa de recebimento antecipado é sempre proporcional ao tempo em que uma parcela está sendo antecipada”²⁴. Assim, por exemplo, se realize uma venda em 3 vezes, em geral a primeira parcela é recebida pelo lojista em 30 dias, a segunda em 60 dias e a terceira no prazo de 90 dias. A Pagar.me explica que “para o lojista receber a primeira parcela no dia seguinte da venda, precisamos antecipar, aproximadamente, 1 mês. Logo a taxa de recebimento antecipado vai incidir uma vez”²⁵. No caso da segunda parcela, seria necessário antecipar 2 meses. Por fim, a última parcela do exemplo seria antecipada em 3 meses. Portanto, os resultados são diretamente afetados pelos recebimentos antecipados, sendo necessária a exclusão destes dados.

²⁴Disponível em: < <https://pagarme.zendesk.com/hc/pt-br/articles/217944143-Como-é-feito-o-cálculo-da-antecipação->>. Acesso em 11 nov. 2018.

²⁵ Idem

Tabela 21: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2012-17

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito		-105,6	-134,6	-219,8	-275,3	-309,7	-275,0
% Receita Líquida	<u>2,34%</u>	1,5%	1,7%	2,2%	3,1%	3,3%	2,3%

Fonte: Elaboração própria

Para a projeção dos encargos sobre antecipação de cartão de crédito foi usada a taxa de 2,34% da receita líquida no ano, equivalente à média entre os anos de 2012 e 2017.

Tabela 22: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2018-24

		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito		-330,5	-390,0	-448,5	-502,3	-547,6	-580,4	-609,4
% Receita Líquida	<u>2,34%</u>	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%

Fonte: Elaboração própria

Com esse ajuste acima citado chegamos no Ebit Ajustado, resultado da diferença entre o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) e os Encargos Sobre Antecipação de Cartão de Crédito (já negativos no modelo). Na primeira tabela a seguir estão os dados entre 2012 e 2017, e na segunda estão os valores estimados para 2018 a 2024.

Tabela 23: Ebit Ajustado 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT Ajustado	42,8	185,9	171,5	-12,0	208,6	526,6

Fonte: Elaboração própria

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT Ajustado	711,5	964,6	1312,5	1786,9	2428,5	3288,5	4420,1

Fonte: Elaboração própria

Os Impostos Operacionais são resultado da multiplicação entre o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) e o % EBIT, sendo que o % EBIT foi calculado inicialmente no DRE e corresponde ao que lá foi denominado de “Taxa Efetiva de Imposto”, equivalente à relação entre a soma do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido (IR/CSLL), e a diferença entre o lucro operacional e a equivalência patrimonial. A Taxa Efetiva de Imposto, e seu cálculo, foram usadas apenas para os Impostos Operacionais entre 2012 e 2017:

Tabela 24: Taxa Efetiva de Imposto 2012-17

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Taxa Efetiva de Imposto	37,4%	75,7%	55,3%	22,5%	5,3%	36,6%	-65,8%	22,5%

Fonte: Elaboração própria

O IR/CSLL foi obtido a partir das notas explicativas encontradas nos ITR's da empresa com o nome “Imposto de Renda e Contribuição Social Corrente e Diferidos”. Os valores colocados no modelo foram os encontrados sempre no ITR referente ao mesmo período do ano seguinte. Por exemplo, para coletar estes dados do primeiro trimestre de 2013 foi utilizado o valor que constava no ITR do primeiro trimestre de 2014.

Tabela 25: Impostos Operacionais 2012-17

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Impostos Operacionais (t)	-82,1	-72,0	-20,9	-96,4	340,9	-180,2
% EBIT	55,3%	22,5%	5,3%	36,6%	-65,8%	22,5%

Fonte: Elaboração própria

Para as projeções (2018-24), no entanto, foi mantida a taxa de 34% sobre o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) no ano:

Tabela 26: Impostos Operacionais 2018-24

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Impostos Operacionais (t)	-354,3	-460,6	-598,7	-778,4	-1011,9	-1315,4	-1710,0
% EBIT	<u>34,00%</u>	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%

Fonte: Elaboração própria

Sobre o NOPAT ou Ebit (1-t) fazemos a diferença entre o Ebit Ajustado e os impostos operacionais (já negativos no modelo). Abaixo estão os números para o período de interesse:

Tabela 27: NOPAT 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT ou EBIT (1-t)	-39,2	113,9	150,7	-108,4	549,5	346,3

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
NOPAT ou EBIT (1-t)	357,2	504,0	713,7	1008,6	1416,6	1973,0	2710,1

Fonte: Elaboração própria

A seguir, temos Depreciação e Amortização (D&A), dados retirados dos números consolidados da companhia, encontrados nos ITR's:

Tabela 28: D&A 2012-17

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
D&A	92,4	102,0	114,3	125,8	133,6	143,1
% Receita Líquida	<u>1,29%</u>	1,3%	1,3%	1,2%	1,4%	1,4%

Fonte: Elaboração própria

Com relação à projeção da depreciação e da amortização, para 2018 a 2024, foi usada a taxa de 1,29% da receita líquida no ano, valor que é a média dos anos de 2012 a 2017.

Tabela 29: D&A 2018-24

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
D&A	182,4	215,2	247,5	277,2	302,1	320,3	336,3
% Receita Líquida	<u>1,29%</u>	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%

Fonte: Elaboração própria

Assim, somando D&A e o Ebit Ajustado, encontramos o Ebitda Ajustado. A primeira tabela se refere ao intervalo 2012-17 e a segunda tabela ao período 2018-24:

Tabela 30: Ebitda Ajustado 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBITDA Ajustado	135,3	287,9	285,9	113,8	342,2	669,6
Margem Ebitda	1,9%	3,6%	2,9%	1,3%	3,6%	5,6%

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA Ajustado	893,9	1179,8	1559,9	2064,1	2730,6	3608,7	4756,4
Margem Ebitda	8,7%	9,4%	10,5%	11,9%	14,0%	16,9%	20,6%

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, para encontrarmos o Fluxo de Caixa Operacional, fazemos a soma entre NOPAT (ou Ebit (1-t)) e D&A (que está com sinal negativo). A ordem das tabelas é a mesma dos casos acima:

Tabela 31: Fluxo de Caixa Operacional 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fluxo de Caixa Operacional	53,2	215,9	265,0	17,4	683,1	489,4

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fluxo de Caixa Operacional	539,6	719,2	961,2	1285,8	1718,8	2293,3	3046,3

Fonte: Elaboração própria

Abordando agora a parte de reinvestimentos, temos inicialmente o CapEx. Para a projeção (2018-24), foi utilizada a taxa de 1,72% da receita líquida do mesmo ano de interesse, valor que representa a média do período entre 2012 e 2017.

Tabela 32: Capex 2012-24

CAPEX (R\$ milhões)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Lojas Novas	23,1	24,6	25	36,6	10,7	39
Reformas	62,7	44,7	54,6	41,1	43,3	39,8
Tecnologia	25,2	38,7	46,5	54,1	54,1	76,8
Logística	42,7	25,2	21	25,2	15,1	12,3
Outros	21,7	12,8	4,5	0,8	1	3,1
Total	175,4	146	151,6	157,8	124,2	171
% Receita Líquida	2,5%	1,8%	1,6%	1,8%	1,3%	1,4%

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Capex	-243,4	-287,2	-330,3	-370,0	-403,3	-427,4	-448,8
% Receita Líquida	<u>1,72%</u>	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Fonte: Elaboração própria

Para abordarmos a Variação do Investimento em Giro precisamos antes falar sobre os dados de Capital de Giro da companhia. Foram incluídos os ativos e passivos circulantes operacionais da empresa, seguindo como modelo o release do quarto trimestre de 2017. Cabe dizer que foi feito um ajuste na parte do ativo circulante, acompanhando a própria empresa que apresenta em seus releases o Saldo de Recebíveis Descontados. Ele foi incluído nas Contas a Receber (Bruto), que inclui ainda as Contas a Receber (líquido –reportado). Se compararmos com trimestres anteriores, ainda foram incluídas as receitas diferidas (passivo circulante) e excluídos os Tributos Parcelados, visto que estes não fazem mais parte do passivo circulante desde 2015, no cálculo do capital de giro. Na tabela abaixo, o Capital de Giro é a diferença entre o Ativo Circulante Operacional e o passivo Circulante Operacional. O Capital de Giro Ampliado é Capital de Giro acrescido do Saldo de Recebíveis Descontados. Para efeitos do *valuation*, foi usado o Capital de Giro, que não inclui o Saldo de Recebíveis Descontados. A Variação do Investimento em Giro é a diferença de um ano para o outro do Capital de Giro e se encontra na última linha da tabela a seguir:

Tabela 33: Capital de Giro 2012-17

CAPITAL DE GIRO	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Contas a Receber (Bruto)	1277,9	1716,9	2133,9	1853,0	2168,5	2770,0
Contas a Receber (Líquido - reportado)	486,5	530,6	618,3	435,2	581,0	1241,3
Saldo de Recebíveis Descontados	791,4	1186,3	1515,6	1417,8	1587,5	1528,7
Estoques	1068,8	1251,4	1472,7	1353,1	1596,7	1969,3
Impostos a Recuperar	208,5	218,6	295,6	334,3	212,2	200,7
Partes Relacionadas	73,6	108,9	93,2	86,2	64,0	96,8
Outros Ativos	38,0	41,0	52,9	36,6	47,8	77,3
Ativos Circulantes Operacionais	2666,7	3336,7	4048,4	3663,2	4089,3	5114,1
Fornecedores	1326,3	1651,5	1789,9	1894,2	2365,0	2919,5
Salários, Férias e Encargos Sociais	138,3	166,6	167,4	153,9	188,4	236,6
Impostos a Recolher	47,8	41,7	44,6	30,6	40,1	84,5
Partes Relacionadas	51,3	73,6	80,3	68,4	73,0	89,5
Receita Diferida	37,1	36,7	37,7	41,4	40,3	41,6
Outras Contas a pagar	80,8	107,7	95,2	118,0	115,3	265,8
Passivos Circulantes Operacionais	1681,5	2077,9	2215,2	2306,4	2822,1	3637,5
Capital de Giro Ampliado	985,2	1258,9	1833,2	1356,8	1267,2	1476,6
Capital de Giro	193,8	72,5	317,6	-61,0	-320,4	-52,1
Varição do Investimento em Giro (para FCDE)		121,2	-245,1	378,6	259,4	-268,2

Fonte: Elaboração própria, com base no site de RI da empresa

Temos para a projeção (2018 a 2024) da Varição do Investimento em Giro a taxa de 0,74% da receita líquida do ano, média dos valores encontrados entre 2012 e 2017. Mantendo a mesma forma de cálculo, conforme se observa abaixo:

Tabela 34: Variação do Investimento em Giro 2018-24

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Varição do Investimento em Giro	104,6	123,5	142,0	159,0	173,3	183,7	192,9
% Receita Líquida	<u>0,74%</u>	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

Fonte: Elaboração própria

Assim, para calcular o Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE) buscamos a diferença, ano a ano, entre o Fluxo de Caixa Operacional e a soma da Variação do Investimento em Giro e do Capex. O valor encontrado foi, em milhões de Reais, 10176,6.

Tabela 35: Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa 2012-24

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE)	SOMA	<u>10176,6</u>	-122,2	191,1	-131,7	238,2	818,3	50,2
Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE)		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
		400,8	555,4	772,9	1074,8	1488,8	2049,6	2790,4

Fonte: Elaboração própria

Para encontrar o Valor Terminal, dividimos o último fluxo de caixa disponível para a empresa, correspondente à perpetuidade (no caso é o ano de 2024), pela diferença entre a taxa de desconto (WACC) e o crescimento na perpetuidade (G). No modelo, foi usado um crescimento de 5% na perpetuidade e um WACC de 12,5%, como veremos a seguir.

Tabela 36: Valor Terminal 2017

Valor Terminal (em R\$ milhões)	37121,1
---------------------------------	---------

Fonte: Elaboração própria

Para encontrarmos o WACC precisamos inicialmente do custo de capital próprio (Ke) nominal em Reais. No custo do capital próprio (Ke) foi utilizada uma taxa livre de risco nos Estados Unidos (*Treasury rate* de 10 anos) de 2,4%, referente à data de 29 de dezembro de 2017. O Spread de Risco-País foi de 2,4% (240 pontos, segundo o Ipeadata), sendo os dois valores nominais em dólares americanos. Vale dizer que o risco-país é calculado usando o índice EMBI+ Brasil (Emerging Markets Bond Index Plus), que é calculado pelo banco JP Morgan, e mostra como os títulos de dívida externa de um país estão se comportando. Para entendê-lo: a cada 100 pontos, os títulos do país de interesse pagam 1% a mais do que os títulos, de mesma duração, dos Estados Unidos.

O prêmio de risco de mercado foi de 9% (referente a abril de 2017), número encontrado em matéria publicada pelo jornal Valor Econômico e reproduzida pelo site Press Reader. O beta usado, por hipótese, foi de 1,1, já que a empresa tem respostas mais fortes com relação às oscilações do Índice Bovespa. Assim, o Ke Nominal, em dólares, é de 14,7%. Este valor foi encontrado após multiplicar o prêmio de risco de mercado pelo beta, e somando com a taxa livre de risco dos EUA e com o spread de risco-país.

Para o cálculo do diferencial de inflação de longo prazo (DAMODARAN, 2002, p.280), fazemos a divisão entre a inflação acumulada no ano de 2017 no Brasil, aqui considerada pelo IPCA, e a inflação nos Estados Unidos, através do Índice de Preços ao Consumidor local (CPI). Assim, temos a inflação brasileira acumulada em 2017 igual a 2,947% e a inflação dos Estados Unidos em 2,109%, com um diferencial de 0,8%. Por fim, calculamos o K_e nominal, em Reais, igual a 15,6%, resultado da soma do K_e nominal em dólares mais o diferencial de inflação de longo prazo.

Tabela 37: K_e 2017

**Custo de Capital Próprio - K_e
Nominal em Reais**

US Risk Free Rate - R_f Nominal USD	2,4%
Spread Risco-País - R_p Nominal USD	2,4%
Prêmio Risco Mercado Nominal USD	9,0%
Ba Beta	1,1
K_e Nominal USD	14,7%
Diferencial de Inflação de L. Prazo	0,8%
K_e Nominal R\$	<u>15,6%</u>

Fonte: Elaboração própria

Na sequência, é necessário encontrar o custo da dívida (K_d), nominal em Reais. Para isso, usamos a taxa básica de juros do mercado (Selic) no final de 2017, igual a 7%. Além disso, um spread de risco da empresa, como percentual da Selic, de 110%. A multiplicação desses dois resulta no K_d nominal em reais. No entanto, ainda devemos descontar a alíquota de imposto, a fim de encontrarmos o $K_d (1-t)$. Assim, com uma alíquota de imposto de renda de 34%, chegamos a um K_d de 5,1%, nominal em Reais.

Tabela 38: Kd 2017**Custo da Dívida - Kd
Nominal em Reais**

Taxa Básica Nominal Reais	7,0%
Spread de Risco da Empresa - % SELIC	110,0%
Kd Nominal em R\$	7,7%
Alíquota Marginal de Imposto ** (t)	34,0%
Kd * (1 - t)	<u>5,1%</u>

Fonte: Elaboração própria

Com relação à estrutura de capital encontrou-se 29,6% para a relação dívida/ (dívida + equity), considerando, neste caso, a dívida bruta, que compreende a soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos. O equity é o patrimônio líquido do final do ano de 2017. A parte que resta, equivalente a 70,4%, foi encontrada para a relação equity / (dívida + equity).

Tabela 39: Estrutura de Capital 2017

$E / (D + E)$	70,4%
$D / (D + E)$	29,6%

Fonte: Elaboração própria

Portanto, temos um Ke ponderado igual a 11%, ao multiplicarmos o Ke nominal em Reais pela relação $\text{equity} / (\text{dívida} + \text{equity})$, e um Kd ponderado de 1,5%, após multiplicarmos o $\text{Kd} * (1-t)$ pela relação $\text{dívida} / (\text{dívida} + \text{equity})$. Dessa forma, encontramos para o valuation de 2017 um WACC (taxa de desconto) de 12,5%, nominal em Reais, que é a soma dos Ke e Kd ponderados.

Tabela 40: WACC 2017

WACC

Nominal em Reais

Ke ponderado	11,0%
Kd ponderado	1,5%
WACC	<u>12,5%</u>

Fonte: Elaboração própria

O fator de desconto usado foi com base na convenção de meio de ano. Dessa maneira, partindo de 2018 com o valor 0,5, somamos uma unidade a cada ano, encerrando em 2024 com 6,5. Entre 2012 e 2017, colocamos o valor zero na convenção de meio de ano. Portanto, o fator de desconto a ser calculado foi $(1+WACC)$ elevado ao período da convenção de meio de ano.

Tabela 41: Fator de Desconto 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Fator de Desconto	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Fator de Desconto	1,06	1,19	1,34	1,51	1,70	1,91	2,15

Fonte: Elaboração própria

Para encontrarmos o Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa, trazido a valor presente (FCDE - VP), dividimos o FCDE pelo fator de desconto, de cada ano. A soma encontrada para todos os fluxos foi, em R\$ milhões, 6417,5.

Tabela 42: FCDE – Valor Presente 2012-24

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FCDE - VP	-122,2	191,1	-131,7	238,2	818,3	50,2

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCDE - VP	377,8	465,4	575,5	711,3	875,7	1071,4	1296,4

Fonte: Elaboração própria

O mesmo foi feito para o valor terminal, trazido a valor presente (VT – PV), dividindo-o pela taxa de desconto do último ano de projeção. O valor encontrado foi, em R\$ milhões, 17246,5.

Tabela 43: VT – Valor Presente 2017

VT - VP	17246,5
----------------	---------

Fonte: Elaboração própria

A soma do Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa, trazido a valor presente, com o Valor Terminal, trazido a valor presente, é igual ao Valor da Empresa (ou Valor da Firma), cujo resultado final foi, em R\$ milhões, 23664,0.

Para descobrirmos o preço-alvo da ação ainda precisamos, inicialmente, encontrar a valor do *equity*, da empresa, sendo este igual ao valor da firma menos a dívida líquida. Esta é calculada pela diferença entre a dívida bruta (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos) e o caixa (aqui entendido como Caixa e Equivalentes Caixa mais Títulos e Valores Mobiliários (TVM) de curto e longo prazos).

Tabela 44: Dívida Líquida 2017

	2017
Caixa e Equivalentes Caixa + TVM	1.672,3
Dívida Bruta	871,5
Dívida Líquida	- 800,8

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, separamos o número de ações em circulação, em que se excluí as ações em tesouraria da companhia. Para 2017, o total foi de 189,2 milhões.

Tabela 45: Ações em Circulação

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total de Ações em Circulação (milhões)	150,0	186,5	186,5	184,0	179,1	175,0	170,2	189,2

Fonte: Elaboração própria

Por fim, dividimos o valor do equity pelo número de ações, encontrando o preço-alvo de 129,3 para o ano de 2018, um upside de 61% com relação à cotação de encerramento de 2017.

Tabela 46: Preço-Alvo 2017

FCDE-VP	Σ	6417,5
VT - VP		17246,5
VF (ou VE)		23664,0
Dívida Líquida		-800,8
Valor do Equity		24464,8
Número de ações		189,2
Target para MGLU3 2018		129,3
Upside		61%

Fonte: Elaboração própria

7.2. Valuation de 2015

Começamos apresentando os dados para o período de 2012 a 2015 para a Receita Líquida, o Custo Total e o Lucro Bruto. Foi mantida a convenção de meio de ano para a taxa de desconto que abordaremos à frente. O número de anos de projeção segue sendo o mesmo do *valuation* de 2017, isto é, sete anos.

Tabela 47: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2012-15

Ano	2011	2012	2013	2014	2015
Convenção fim de ano	0	0	0	0	0
Convenção meio de ano		0	0	0	0
Receita Líquida	6419,4	7066,8	8088,4	9779,4	8978,3
Crescimento a/a		10,1%	14,5%	20,9%	-8,2%
Custo Total		-5057,8	-5825,44	-7086,91	-6399,63
% Receita Líquida	71,84%	72%	72%	72%	71%
Lucro Bruto		2009,0	2263,0	2692,5	2578,6
Margem Bruta		28,4%	28,0%	27,5%	28,7%

Fonte: Elaboração própria

Para as projeções, com relação à receita líquida, colocamos as seguintes taxas: em 2016 e 2017, seguindo a queda de receita observada em 2015 e com o cenário recessivo na economia nacional outras reduções, agora de 10% e 5%, respectivamente. A partir de 2017 o cenário deve ficar melhor com o consumo ganhando tração novamente, mas sem empolgar. Vale comentar que em 2018 a economia deve sofrer oscilações, principalmente no segundo semestre, por conta das eleições presidenciais. Assim, de 2018 a 2022 deve haver aumento de receita, porém a taxas anuais decrescentes: em 2018 = 15%, em 2019 e 2020 = 10%, e em 2021 = 5%. No último ano, 2022, deve-se verificar um crescimento ainda menor, de 2,5% (valor do crescimento na perpetuidade).

Para as projeções do Custo Total, apresentadas na próxima página, foi mantida uma taxa de 71,84% da receita líquida do ano, correspondente ao valor médio encontrado no período entre 2012 e 2015. O Lucro Bruto é a diferença entre a Receita Líquida e o Custo Total.

Tabela 48: Receita Líquida, Custo Total e Lucro Bruto 2016-22

Ano	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Convenção fim de ano	1	2	3	4	5	6	7
Convenção meio de ano	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5
Receita Líquida	8080,4	7676,4	8827,9	9710,7	10681,7	11215,8	11496,2
Crescimento a/a	-10,0%	-5,0%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	2,5%
	-	-	-	-	-	-	-
Custo Total	5804,59	5514,36	6341,51	6975,67	7673,23	8056,89	8258,32
% Receita Líquida	<u>71,84%</u>	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Lucro Bruto	2275,8	2162,1	2486,4	2735,0	3008,5	3158,9	3237,9
Margem Bruta	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%	28,2%

Fonte: Elaboração própria

A seguir, temos o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial):

Tabela 49: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2012-15

		2012	2013	2014	2015
EBIT (ex-Equivalência Patrimonial)	10,0%	148,5	320,5	391,3	263,3
Margem Ebit		2,1%	4,0%	4,0%	2,9%

Fonte: Elaboração própria

Para a projeção do Ebit (ex-Equivalência Patrimonial), de 2016 a 2022, foi usada uma taxa de crescimento de 10% ao ano. Este percentual foi escolhido, a fim de manter uma Margem Ebit próxima dos melhores níveis encontrados nos anos de referência (2013 e 2014), e sem considerar as mudanças tecnológicas que a Magazine Luiza implementou a partir deste período.

Tabela 50: Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) 2016-22

		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT (ex-Equivalência Patrimonial)	10,0%	289,7	318,6	350,5	385,5	424,1	466,5	513,1
Margem Ebit		3,6%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,2%	4,5%

Fonte: Elaboração própria

Na sequência temos os Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito. A estimativa, entre 2016 e 2022 foi calculada usando a taxa de 2,12% da receita líquida do ano, equivalente à média entre os anos de 2012 e 2015.

Tabela 51: Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito 2012-22

	2012	2013	2014	2015
Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito	-105,6	-134,6	-219,8	-275,3
2,12%	1,5%	1,7%	2,2%	3,1%

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito	-171,2	-162,6	-187,0	-205,7	-226,3	-237,6	-243,5
% Receita Líquida	<u>2,12%</u>	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Fonte: Elaboração própria

O Ebit Ajustado, resultado da diferença entre o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) e os Encargos sobre Antecipação de Cartão de Crédito, encontrado foi:

Tabela 52: Ebit Ajustado 2012-22

	2012	2013	2014	2015
EBIT Ajustado	42,8	185,9	171,5	-12,0

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT Ajustado	118,5	156,0	163,5	179,8	197,8	228,9	269,6

Fonte: Elaboração própria

Os Impostos Operacionais foram mantidos, para efeitos de projeção, em 34% sobre o Ebit (ex-Equivalência Patrimonial) do ano. Vale lembrar que entre 2012 e 2015 os Impostos Operacionais partem da chamada Taxa Efetiva de Imposto, equivalente à relação entre a soma do imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido (IR/CSLL), e a diferença entre o lucro operacional e a equivalência patrimonial.

Tabela 53: Impostos Operacionais 2012-22

		2012	2013	2014	2015
Impostos Operacionais (t)		-82,1	-72,0	-20,9	-96,4
% EBIT	34,00%	55,3%	22,5%	5,3%	36,6%

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Impostos Operacionais (t)	-98,5	-108,3	-119,2	-131,1	-144,2	-158,6	-174,5
% EBIT	<u>34,00%</u>	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%

Fonte: Elaboração própria

O NOPAT (ou Ebit (1-t)), a seguir, é a diferença entre o Ebit Ajustado e os Impostos Operacionais:

Tabela 54: NOPAT 2012-22

		2012	2013	2014	2015
NOPAT ou EBIT (1-t)		-39,2	113,9	150,7	-108,4

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT ou EBIT (1-t)	20,0	47,7	44,3	48,8	53,6	70,3	95,2

Fonte: Elaboração própria

Com relação à projeção da depreciação e da amortização (D&A), para 2016 a 2022, foi usada a taxa de 1,28% da receita líquida do ano, valor que é a média dos anos de 2012 a 2015.

Tabela 55: D&A 2012-22

		2012	2013	2014	2015
D&A		92,4	102,0	114,3	125,8
% Receita Líquida	1,28%	1,3%	1,3%	1,2%	1,4%

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
D&A	103,8	98,6	113,4	124,8	137,2	144,1
% Receita Líquida	<u>1,28%</u>	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%

Fonte: Elaboração própria

O Ebitda Ajustado é a soma entre o Ebit Ajustado e D&A, conforme mostram as tabelas abaixo:

Tabela 56: Ebitda Ajustado 2012-22

	2012	2013	2014	2015
EBITDA Ajustado	135,3	287,9	285,9	113,8
Margem Ebitda	1,9%	3,6%	2,9%	1,3%

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA Ajustado	222,3	254,6	276,9	304,6	335,1	373,0	417,3
Margem Ebitda	2,8%	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%	3,3%	3,6%

Fonte: Elaboração própria

Com relação aos reinvestimentos, temos para a projeção (2016 a 2022) da Variação do Investimento em Giro a taxa de 1,07% da receita líquida do ano, média dos valores encontrados entre 2012 e 2015.

Tabela 57: Variação do Investimento em Giro 2012-22

	2012	2013	2014	2015
Variação do Investimento em Giro	0,0	121,2	-245,1	378,6
% Receita Líquida	1,07%	1,5%	-2,5%	4,2%

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Variação do Investimento em Giro	86,5	82,1	94,5	103,9	114,3	120,0	123,0
% Receita Líquida	<u>1,07%</u>	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Fonte: Elaboração própria

Mantendo a mesma forma de cálculo, o Capex representa 1,9% da receita líquida nos anos que se seguem.

Tabela 58: Capex 2012-22

		2012	2013	2014	2015
Capex		-175,4	-146,0	-151,6	-157,8
% Receita Líquida	1,90%	2,5%	1,8%	1,6%	1,8%

		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Capex		-153,4	-145,8	-167,6	-184,4	-202,8	-213,0	-218,3
% Receita Líquida	<u>1,90%</u>	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Fonte: Elaboração própria

Assim, para calcular o Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE) buscamos a diferença, ano a ano, entre o Fluxo de Caixa Operacional e a soma da Variação do Investimento em Giro e do Capex. O valor encontrado foi, em milhões de Reais, 864,1.

Tabela 59: FCDE 2012-22

		2012	2013	2014	2015	
Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE)	SOMA	<u>864,1</u>	-122,2	191,1	-131,7	238,2

		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa (FCDE)		56,9	82,7	84,6	93,0	102,4	121,5	147,6

Fonte: Elaboração própria

Para encontrar o Valor Terminal, dividimos o último fluxo de caixa disponível para a empresa, correspondente à perpetuidade (ano de 2022), pela diferença entre o WACC e o crescimento na perpetuidade (G). Para o valuation de 2015, foi usado um G igual a 2,5% e um WACC de 14,8%.

Tabela 60: Valor Terminal 2015

Valor Terminal	1198,1
-----------------------	---------------

Fonte: Elaboração própria

Para encontrarmos o WACC precisamos inicialmente do custo de capital próprio (Ke) nominal em Reais. No custo do capital próprio (Ke) foi utilizada uma taxa livre de

risco nos Estados Unidos (Treasury rate de 10 anos) de 2,27%, referente à data de 31 de dezembro de 2015. O Spread de Risco-País foi de 5,23% (523 pontos, segundo o Ipeadata), sendo os dois valores nominais em dólares americanos.

O prêmio de risco de mercado foi de 9%, o mesmo usado no valuation de 2017, assim como o beta, de 1,1. Assim, o Ke Nominal, em dólares, é de 17,4%. Este valor foi encontrado após multiplicar o prêmio de risco de mercado pelo beta, e somando com a taxa livre de risco dos EUA e com o spread de risco-país.

Para o cálculo do diferencial de inflação de longo prazo, calculamos a divisão entre a inflação (IPCA) acumulada no ano de 2015 no Brasil, e a inflação (CPI) nos Estados Unidos também em 2015. Assim, temos a inflação brasileira acumulada igual a 10,672% e a inflação dos Estados Unidos em 0,73%, com um diferencial de 9,9%. Por fim, calculamos o Ke nominal, em Reais, igual a 29,0%, resultado da soma do Ke nominal em dólares mais o diferencial de inflação de longo prazo.

Tabela 61: Ke 2015

**Custo de Capital Próprio - Ke
Nominal em Reais**

US Risk Free Rate - Rf Nominal USD	2,27%
Spread Risco-País - Rp Nominal USD	5,23%
Prêmio Risco Mercado Nominal USD	9,00%
Ba Beta	1,1
Ke Nominal USD	17,4%
Diferencial de Inflação de Longo Prazo	9,9%
Ke Nominal R\$	<u>29,0%</u>

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, buscamos o custo da dívida (Kd), nominal em Reais. Para isso, usamos a taxa básica de juros do mercado (Selic) no final de 2015, igual a 14,25%. Além disso, um spread de risco da empresa, como percentual da Selic, de 110%, o mesmo do valuation de 2017. O produto deles resulta no Kd nominal em reais, igual a 15,7%. No entanto, ainda devemos descontar a alíquota de imposto, de 34%, a fim de encontrarmos o Kd (1-t). Assim, chegamos a um Kd de 10,3%, nominal em Reais.

Tabela 62: Kd 2015

**Custo da Dívida - Kd
Nominal em Reais**

Taxa Básica Nominal Reais	14,25%
Spread de Risco da Empresa - % SELIC	110,0%
Kd Nominal em R\$	15,7%
Alíquota Marginal de Imposto ** (t)	34,0%
Kd * (1 - t)	<u>10,3%</u>

Fonte: Elaboração própria

Com relação à estrutura de capital encontrou-se 76% para a relação dívida/ (dívida + equity), considerando, neste caso, a dívida bruta (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos em 2015). O equity é o patrimônio líquido do final do ano de 2015. A parte que resta, equivalente a 24%, foi encontrada para a relação equity / (dívida + equity), conforme se pode ver na sequência:

Tabela 63: Estrutura de Capital 2015

$E / (D + E)$	24,0%
$D / (D + E)$	76,0%

Fonte: Elaboração própria

Portanto, temos um K_e ponderado igual a 6,96%, ao multiplicarmos o K_e nominal em Reais pela relação $\text{equity} / (\text{dívida} + \text{equity})$, e um K_d ponderado de 7,86%, após multiplicarmos o $K_d * (1-t)$ pela relação $\text{dívida} / (\text{dívida} + \text{equity})$. Dessa forma, encontramos para o valuation de 2017 um WACC (taxa de desconto) de 14,8%, nominal em Reais, que é a soma dos K_e e K_d ponderados.

Tabela 64: WACC 2015**WACC****Nominal em Reais**

K_e ponderado	6,96%
K_d ponderado	7,86%
WACC	<u>14,8%</u>

Fonte: Elaboração própria

O fator de desconto usado foi com base na convenção de meio de ano. Dessa maneira, partindo de 2016 com o valor 0,5, somamos uma unidade a cada ano, encerrando em 2022 com 6,5, como se pode ver na primeira tabela deste tópico (junto com a receita líquida).

Para encontrarmos o Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa, trazido a valor presente (FCDE - VP), dividimos o FCDE pelo fator de desconto, de cada ano. A soma encontrada para todos os fluxos foi, em R\$ milhões, 584,9.

Tabela 65: FCDE – Valor Presente 2012-22

		2012	2013	2014	2015			
FCDE - VP	<u>584,9</u>	-122,2	191,1	-131,7	238,2			
		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCDE - VP		53,1	67,2	59,9	57,4	55,0	56,8	60,1

Fonte: Elaboração própria

O mesmo foi feito para o valor terminal, trazido a valor presente (VT – PV), dividindo-o pela taxa de desconto do último ano de projeção. O valor encontrado foi, em R\$ milhões, 488,0.

Tabela 66: VT – Valor Presente 2015

VT - VP	<u>488,0</u>
----------------	---------------------

Fonte: Elaboração própria

A soma do Fluxo de Caixa Disponível para a Empresa, trazido a valor presente, com o Valor Terminal, trazido a valor presente, é igual ao Valor da Empresa (ou Valor da Firma), cujo resultado final foi, em R\$ milhões, 1072,9.

Para encontrarmos o preço-alvo da ação ainda precisamos do valor do equity, sendo este igual ao valor da firma menos a dívida líquida.

Tabela 67: Dívida Líquida 2015

	2015
Caixa e Equivalentes Caixa + TVM	1.161,8
Dívida Bruta	1.823,3
Dívida Líquida	661,5

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, separamos o número de ações em circulação no final de 2015, cujo total foi de 174,993 milhões.

Finalmente, dividimos o valor do equity pelo número de ações, encontrando o preço- alvo de 2,4 para o ano de 2016, um upside de 8% com relação à cotação de encerramento de 2015.

Tabela 68: Preço-Alvo 2015

FCDE-VP	Σ	584,9
VT - VP		488,0
VF (ou VE)		1072,9
Dívida Líquida		661,5
Valor do Equity		411,4
Número de ações		175,0
Target para MGLU3 2016		2,4
Upside		8%

Fonte: Elaboração própria

7.3. Onde ocorreu o *turnaround*?

A mudança no desempenho da empresa no mercado de ações é nítida e, ao mesmo tempo, impressionante. No próximo capítulo será apresentado um gráfico comparando o desempenho no mercado acionário da Magazine Luiza (MGLU3), do Índice Bovespa (IBOV), e das duas principais concorrentes da empresa no Brasil no setor de e-commerce, Via Varejo (VVAR11) e B2W (BTOW3), desde o IPO daquela, em 2011. No entanto, onde podemos verificar, ao observarmos os dois *valuations* realizados, a mudança de patamar da companhia?

O primeiro lugar em que se observa uma grande diferença é na estrutura de capital, com destaque para a parte da dívida. Em 2015, a relação dívida / (dívida + equity) valia 76% da estrutura de capital. Lembrando que aqui se considera a dívida bruta. Já em 2017, temos que a mesma relação apresenta um valor de 29,6%. O valor total dos empréstimos e financiamentos de longo prazo, em 2017, representava 34,8% do que era em 2015. Por outro lado, os empréstimos e financiamentos, de curto prazo, em 2017, também reduziram, mas correspondendo a 76,4% do valor em 2015. O patrimônio líquido (ou

Equity), por sua vez, cresceu mais de 3,5 vezes (260,3%) de 2015 para 2017, com destaque para o capital social que cresceu 183,6% no período. Ainda sobre o equity, cabe comentar que, enquanto em 2015, não houve reserva de retenção de lucros e houve um prejuízo acumulado de R\$ 50,4 milhões (único no período 2010-17), em 2017 o valor para a reserva de lucros somou R\$ 288,4 milhões, afetando diretamente a estrutura de capital da empresa.

Um segundo fator a ser observado é que, em 2015, a relação dívida líquida (ou caixa líquido) e o Ebitda, (ou Alavancagem) foi de 1,4x. Ela aponta a geração de caixa para que a empresa pague suas dívidas. Quanto menor for este valor, melhor. Já em 2017, a companhia apresentou caixa líquido, logo a relação se tornou caixa líquido dividido pelo Ebitda, ou seja, a firma tem toda capacidade de pagar suas dívidas contraídas. Este valor foi de 0,8x.

Tabela 69: Relação Dívida Líquida (Caixa Líquido) / Ebitda

	2015		2017
Dívida Líquida	661,5	Caixa Líquido	800,8
Ebitda	464,7	Ebitda	1030,8
Relação	1,4 x	Relação	0,8 x

Fonte: Elaboração própria

Em terceiro lugar, temos o ROIC (Retorno sobre o Capital Investido, sendo este o capital próprio mais o de terceiros) que é calculado dividindo o NOPAT (ou Ebit (1-t)) pelo Capital Investido. Como mostra Rodolfo Zeidler, o ROIC tenta medir “qual o retorno que cada real investido na empresa traz, independente da forma com que esse investimento é financiado”²⁶.

O NOPAT utilizado foi o calculado no *valuation* do modelo. Já o Capital Investido foi calculado de acordo com a própria Magazine Luiza, isto é, a soma da dívida líquida com os dividendos a pagar e o patrimônio líquido. Dessa forma, encontramos um ROIC,

²⁶ Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/blogs/blog-numeros-falam/post/3316788/analise-roic-antes-investir>>. Acesso em 29 nov. 2018

em 2017, de 26%. Já em 2015, como tivemos um NOPAT negativo, observamos um ROIC negativo.

Tabela 70: ROIC

	2015	2017
NOPAT ou EBIT (1-t)	-108,4	346,3
Dívida Líquida	661,5	- 800,8
Dividendos a pagar	0	64,3
Patrimônio Líquido	575,7	2.074,0
Capital Investido	1.237,2	1.337,5
ROIC	-9%	26%

Fonte: Elaboração própria

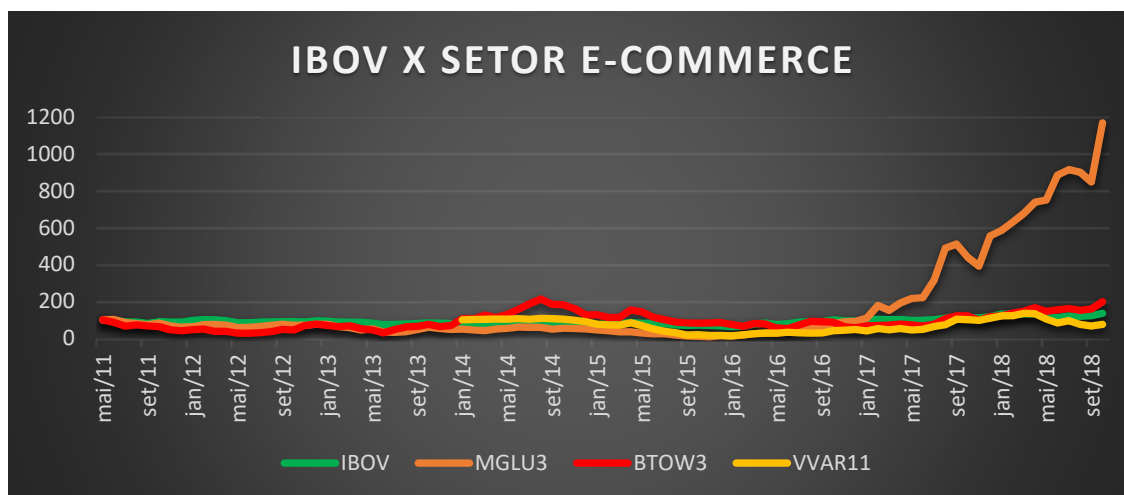
Conforme Koller e Wessels apontam, tudo o mais constante, um ROIC maior é sempre bom para a empresa. Para eles, “quando o ROIC é alto, um crescimento mais rápido gera mais valor”²⁷. Para se gerar cada vez mais valor, é importante que se mantenha um ROIC o maior possível, e que este seja superior ao custo de capital (no caso deste trabalho é o WACC. Logo, para 2017 temos um ROIC = 26% e um WACC de 12,5%) pelo maior período que puder.

²⁷ KOLLER, Tm; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. 4a. ed. McKinsey & Company, 2005. p. 22.

8. COMPARAÇÃO COM PEERS

8.1. Evolução histórica da MGLU3 vs concorrentes

Tabela 71: Ibov x E-commerce



Fonte: Elaboração própria

O gráfico acima compara, desde a data da oferta inicial de ações (IPO) da Magazine Luiza (MGLU3, linha laranja), em maio de 2011, a evolução do crescimento das cotações, em termos percentuais, desta empresa em comparação ao Índice Bovespa (medido em milhares de pontos; linha verde) e aos principais concorrentes no setor de e-commerce no Brasil: Via Varejo (VVAR11, linha amarela) e B2W (BTOW3, linha vermelha). O gráfico da Via Varejo se inicia em 2014, pois o IPO da companhia foi realizado em janeiro deste ano. De fato, o que se verifica é o crescimento extremamente excepcional da MGLU3 a partir do segundo semestre de 2017. Podemos observar isto comparando as cotações de fechamento dos meses de estreia na Bolsa de Valores e do último (outubro de 2018). No primeiro dos meses, o papel fechou cotado a R\$ 14,43, enquanto no último encerrou a R\$ 168,8, alta de 1070%, até então máxima histórica.

Enquanto isso, a melhor das concorrentes, a B2W, atingiu como máxima de desempenho um resultado de 113% em relação a maio de 2011, no mês de agosto de 2014. Por outro lado, a Via Varejo teve como melhor resultado uma performance 36% superior ao mês de seu próprio IPO (janeiro de 2014) em março de 2018, porém retornou a patamares inferiores a ele desde maio do atual ano.

O Índice Bovespa teve no mês de outubro de 2018 seu melhor desempenho em comparação a maio de 2011 (+35%), renovando máxima histórica após as eleições presidenciais de 2018.

8.2. Múltiplos das empresas do setor de e-commerce

Vamos comparar os múltiplos P/L e EV/EBITDA para a Magazine Luiza, a B2W e a Via Varejo no fechamento do ano de 2017. Vale comentar aqui que foi utilizado o lucro por ação básico para o cálculo do P/L, No entanto, para a Via Varejo, foram coletados os dados do lucro por ação da controladora (e não do consolidado), já que estes eram os disponibilizados pela própria empresa. Por outro lado, utilizou-se os dados do consolidado das outras duas empresas. Assim, temos que o P/L das empresas foi de: 36 vezes para a Magazine Luiza, ou seja, o investimento na empresa levaria 36 anos para ser recebido de volta na forma de lucros distribuídos; e 162 vezes na Via Varejo (foi usada a cotação das units da empresa, VVAR11). No caso da B2W foi verificado um P/L negativo, apontando que a empresa teve prejuízo no ano de 2017.

É interessante dizer que ter um P/L muito alto, como no caso da Via Varejo, ou negativo, como no caso da B2W não significa que está caro ou barato investir nas empresas. Seria necessário olhar mais a fundo o que está ocorrendo com cada uma das companhias separadamente. Por exemplo, o lucro da B2W está sendo afetado de alguma forma por amortização de ágio? André Rocha, em artigo para o jornal Valor, afirma que “nesse caso como o efeito do ágio é apenas contábil, o prejuízo não é tão preocupante”²⁸. E questiona: “a empresa apresentou despesas pontuais no exercício que não se verificaria no exercício seguinte, permitindo uma melhora do resultado?”²⁹. Estas são questões a serem observadas também.

Para a comparação do múltiplo EV/EBITDA, foi utilizado o Ebitda Ajustado, disponibilizado pela B2W e pela Via Varejo referentes ao encerramento do ano de 2017, enquanto para a Magazine Luiza o dado foi oriundo do presente trabalho, no cálculo do valuation de 2017. O Enterprise Value (EV) da Magazine Luiza também foi retirado deste trabalho, enquanto os dados das demais companhias vieram de maneiras distintas. Para sabermos o EV somamos o valor de mercado (ou Market Cap = total de ações em

²⁸ Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2656952/dicas-sobre-o-multiplo-pl>>. Acesso em: 18 nov. 2018.

²⁹ Idem

circulação multiplicado pela cotação do fechamento do ano) com a dívida líquida, esta calculada pela diferença entre a dívida bruta (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos) e o caixa (caixa e equivalentes caixa). O total de ações das empresas foi retirado dos demonstrativos de cada uma delas, excluindo as ações em tesouraria. Com relação à dívida líquida, foi aplicada a mesma base de cálculo usada no valuation da Magazine Luiza para a Via Varejo, mas a B2W informou em seu demonstrativo relativo ao fechamento do ano de 2017 este valor. Encontramos, dessa maneira, uma relação EV/EBITDA de: 15,22 vezes para a Magazine Luiza; 17,36 vezes para a B2W; e 20,43 vezes para a Via Varejo. Estes seriam, portanto, o tempo para que a geração de caixa operacional (Ebitda) da empresa levaria para pagar os credores e acionistas da empresa. Quanto menor, melhor. Logo, este indicador permite comparar as três companhias eliminando efeitos que não afetam o caixa, sendo considerado complementar ao múltiplo P/L.

8.3. O que esperar para o futuro

Com a melhora da economia, o aumento no nível de confiança do setor produtivo e dos consumidores, é de se esperar que a receita das empresas do setor de e-commerce siga crescendo. Além disso, com taxas de juros baixas, o endividamento das empresas tende a diminuir, assim como as despesas com juros. Um governo pró-mercado, que consiga manter o dólar controlado em um patamar que não afete tanto as companhias nacionais também auxiliará no controle de custos, elevando o lucro. Tanto a B2W quanto a Via Varejo vêm passando por transformações, em busca de se tornarem mais dependentes do e-commerce, como a Magazine Luiza já faz, mas sem abrir mão das lojas físicas, tradicionais. O que se espera para o futuro é positivo para todas, sendo que a Magazine Luiza se encontra um passo à frente de suas concorrentes.

A melhora dos lucros, e em alguns casos a volta dos lucros, caso da B2W, deve ser questão de tempo. Além disso, deve ocorrer aumento das margens das companhias. Se o cenário-base for positivo como este apresentado o mercado de ações deve festejar, com a Magazine Luiza renovando máximas históricas e as demais buscando seu topo histórico.

O que pode vir a acontecer com a empresa pelo lado negativo é uma redução das margens (a margem Ebitda no terceiro trimestre de 2018, por exemplo, veio 1,1 ponto percentual abaixo, na comparação com o mesmo período do ano anterior, igual a 7,6%).

E isso pode afetar a visão dos investidores sobre o *case*, já que será muito difícil continuar surpreendendo as projeções do mercado. Ainda com relação ao terceiro trimestre de 2018, as ações reagiram de maneira negativa, mesmo com o bom resultado no geral, caindo mais de 8% no dia em que foi divulgado o balanço. Outro ponto que poderia afetar as margens seria o aumento da concorrência, em que podemos colocar a Amazon como destaque. A empresa americana vem ganhando espaço no cenário doméstico, embora ainda siga um pouco distante da Magazine Luiza ou mesmo da B2W, e poderia retirar uma fatia considerável de mercado dessas duas companhias.

De todo modo, o presidente da Magazine Luiza, Frederico Trajano, comenta que margens menores estão dentro do plano da empresa, além de buscar um foco cada vez maior no cliente. Ele afirma: “empresas digitais, como Google, Alibaba e Amazon, estão focadas em indicadores como aumento das vendas e na base de clientes, e não na margem. Para sermos uma empresa digital, precisamos jogar esse jogo”³⁰.

³⁰ Disponível em: < <https://exame.abril.com.br/negocios/magazine-luiza-sofre-as-dores-de-tentar-ser-a-amazon/>>. Acesso em: 07/12/2018.

9. CONCLUSÃO

O setor de e-commerce e o setor de varejo, de uma maneira geral, vêm gradualmente aumentando as vendas após uma das piores recessões que o Brasil já enfrentou. O consumo brasileiro, tradicional motor do PIB nacional, parece estar se recuperando e se apoiando nas novas tecnologias para isso. Recentemente, tivemos a eleição de um novo presidente da República, Jair Bolsonaro, que se comprometeu em ajudar as empresas e as famílias mantendo, para isso, uma equipe econômica confiável (grande parte do governo Michel Temer, destacando o Banco Central), além de propor algumas medidas que devem acelerar o crescimento do consumo, como a mudança no percentual a ser pago de Imposto de Renda para pessoas físicas e o não aumento de impostos.

Dessa forma, se o cenário externo não piorar, com o acirramento das relações comerciais entre Estados Unidos e China ou outros eventos que venham a acontecer e que gerem a fuga do capital estrangeiro do país, afetando o dólar, por exemplo, é possível que se mantenham ainda taxas de juros baixas, fundamentais para que haja investimento por parte das empresas e consumo por parte das famílias.

O e-commerce pode ganhar, e muito, com esse cenário, já que cada vez mais se tem acesso à internet, facilitando as compras dos mais diversos produtos. O próximo passo é escolher fornecedores de qualidade, fazer as entregas no tempo previsto e menor possível, e diversificar o portfólio, a fim de atrair o maior número de novos clientes. E a Magazine Luiza é atualmente a mais habilitada no Brasil, fato que se confirma ao observarmos o desempenho de suas ações.

10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation – Métricas de Valor & Avaliação de Empresas*. 2a. ed. São Paulo: Atlas, 2017

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*. 8a. ed. São Paulo: Atlas, 2016

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. *Princípios de Finanças Corporativas*. 10a. ed. McGraw-Hill, 2011

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. 4a. ed. McKinsey & Company, 2005

TJIA, John S. *Building Financial Models*. 2a. ed. McGraw-Hill, 2009

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 2a. ed. Wiley Finance, 2002

Site da ADVFN. *Valores históricos da taxa Selic*. Disponível em: <<https://br.advfn.com/indicadores/taxa-selic/valores-historicos>>. Acesso em: 20 abr. 2018.

Site da Fecomercio. *FecomercioSP explica como a Selic afeta juros pagos pelo consumidor*. Disponível em: <<http://www.fecomercio.com.br/noticia/fecomerciosp-explica-como-a-selic-afeta-juros-pagos-pelo-consumidor>>. Acesso em: 20 abr. 2018.

Site da revista Veja. *Como a queda da Selic afeta o bolso do consumidor*. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/como-a-queda-da-selic-afeta-o-bolso-do-consumidor/>>. Acesso em: 20 abr. 2018.

Site do portal E-commerce Brasil. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/secoes/marketplace>>. Acesso em: 20 abr. 2018.

GARCIA, Giselle. *Entenda a crise econômica*. Agência Brasil, 2016. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-05/entenda-crise-economica>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Site do portal IndexMundi. Disponível em: <<https://www.indexmundi.com/g/g.aspx?v=66&c=ch&l=pt>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Site do Banco Central do Brasil. *Histórico das taxas de juros*. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Site do Jornal do Brasil. *Impeachment contra Dilma Rousseff completa 1 ano neste 31 de agosto*. Disponível em: <<http://www.jb.com.br/pais/noticias/2017/08/31/impeachment-contradilma-rousseff-completa-1-ano-neste-31-de-agosto/>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

ADAMI, Anna. *E-Commerce*. Infoescola. Disponível em: <<https://www.infoescola.com/economia/e-commerce/>>. Acesso em 07 set. 2018.

ANSELMO, Mariana. *Guia de e-commerce para lojistas iniciantes*. E-commerce Brasil. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/wp-content/uploads/2014/10/Guia-para-o-lojista-iniciante-E-Commerce-Brasil2.pdf>>. Acesso em: 07 set. 2018.

CARLOS, Rafael. *Conheça 10 tipos de e-commerce e suas diferenças na prática*. TrayCorp. Disponível em: <<https://www.traycorp.com.br/conteudo/tipos-de-ecommerce-e-suas-diferencas-na-pratica/>>. Acesso em: 03 dez. 2018.

Site do portal G1. *Vendas pela internet devem dobrar até 2021, diz pesquisa do Google*. Disponível em: <g1.globo.com/economia/noticia/2016/10/vendas-pela-internet-devem-dobrar-ate-2021-diz-pesquisa-do-google.html>. Acesso em: 07 set. 2018.

Site da ADVFN. Disponível em: <<https://br.advfn.com>>. Acesso em: 07 set. 2018.

Site do portal E-commerce Brasil. *E-commerce deve crescer 15% em 2018 e chegar a R\$ 69 bi de faturamento*. Disponível em: <<https://www.ecommercebrasil.com.br/noticias/e-commerce-deve-crescer-15-em-2018-e-chegar-a-r-69-bi-de-faturamento/>>. Acesso em: 07 set. 2018.

Site de relação com investidores da Magazine Luiza. Disponível em: <<https://ri.magazineluiza.com.br/>>. Acesso em: 13 set. 2018.

ZOGBI, Paula. *Por que Magazine Luiza será um dos 7 "sobreviventes" do varejo mundial*. InfoMoney. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/negocios/grandes-empresas/noticia/7530231/por-que-magazine-luiza-sera-dos-sobreviventes-varejo-mundial>>. Acesso em: 13 set. 2018.

ZOGBI, Paula. *7 empresas vão sobreviver ao "Apocalipse do Varejo", e uma é brasileira*. InfoMoney. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/negocios/grandes-empresas/noticia/7479403/empresas-vaosobreviver-apocalipse-varejo-uma-brasileira>>. Acesso em: 13 set. 2018.

Site do InfoMoney. *Ibovespa*. Disponível em: <
<https://www.infomoney.com.br/ibovespa/historico>> Acesso em 20 out. 2018.

Site do InfoMoney. *MGLU3*. Disponível em: <
<https://www.infomoney.com.br/magazineluiza-mglu3/cotacoes> >. Acesso em 20 out. 2018.

Site do Pagar.me. *Como é feito o cálculo da antecipação?* Disponível em: <
<https://pagarme.zendesk.com/hc/pt-br/articles/217944143-Como-é-feito-o-cálculo-da-antecipação-> >. Acesso em 11 nov. 2018.

Site do Ycharts. *10 Year Treasury Rate*. Disponível em: <
https://ycharts.com/indicators/10_year_treasury_rate >. Acesso em 13 nov. 2018.

Site do Ipeadata. *EMBI + Risco- Brasil*. Disponível em: <
<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=M&serid=40940>>. Acesso em 13 nov. 2018.

CARVALHO, Henrique. *Risco País (EMBI+ Brasil) – Definição e Dados Históricos*. HC Investimentos. Disponível em: < <https://hcinvestimentos.com/2011/03/28/risco-pais/> >. Acesso em 13 nov. 2018.

RIBEIRO, Jair. *Prêmio de risco do mercado acionário acima da Renda Fixa*. Valor Econômico. Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-economico/20170601/282097751665436> >. Acesso em 13 nov. 2018.

VILLAS BÔAS, Bruno. *IPCA fecha 2017 em 2,95%, a menor alta do indicador em quase 20 anos*. Valor Econômico. Disponível em: <
<https://www.valor.com.br/brasil/5251957/ipca-fecha-2017-em-295-menor-alta-do-indicador-em-quase-20-anos> >. Acesso em 14 nov. 2018.

Site do Global Rates. *Inflação Estados Unidos - índice de preços ao consumidor (IPC)*. Disponível em: < <https://pt.global-rates.com/estatisticas-economicas/inflacao/indice-de-precos-ao-consumidor/ipc/estados-unidos.aspx>>. Acesso em 14 nov. 2018.

Site do Global Rates. *Números de inflação de 2015*. Disponível em: < <https://pt.global-rates.com/estatisticas-economicas/inflacao/2015.aspx>>. Acesso em 15 nov. 2018.

ROCHA, André. *Dicas sobre o múltiplo P/L*. Valor Econômico. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2656952/dicas-sobre-o-multiplo-pl>>. Acesso em: 18 nov. 2018.

Site de Relação com Investidores da Via Varejo. Disponível em: <ri.viavarejo.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=52980&conta=28&id=251532>. Acesso em 18 nov. 2018.

Site de Relação com Investidores da B2W. Disponível em: <<https://ri.b2w.digital/informacoes-aos-investidores/ian-itr-e-dfp?ano=2017>>. Acesso em: 18 nov. 2018.

ZEIDLER, Rodolfo. *Análise o ROIC antes de investir*. InfoMoney. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/blogs/blog-numeros-falam/post/3316788/analise-roic-antes-investir>>. Acesso em: 29 nov. 2018.

TYBEL, Douglas. *Citação de site e artigo da internet*. Guia da Monografia. Disponível em: <<https://guiadamonografia.com.br/citacao-de-site-e-artigo-da-internet/>>. Acesso em: 01 dez. 2018.

MORETTI, Isabella. *Nota de rodapé no TCC: como usar? O que diz a ABNT? Via Carreira*. Disponível em: <<https://viacarreira.com/nota-de-rodape-no-tcc-171258/>>. Acesso em: 01 dez. 2018.

SALOMÃO, Karin. *Magazine Luiza sofre as dores de tentar ser a Amazon*. Revista Exame. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/magazine-luiza-sofre-as-dores-de-tentar-ser-a-amazon/>>. Acesso em: 07 dez. 2018.