

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Monografia de Final de Curso

Departamento de Economia

Métodos de avaliação de empresas
Case: Lojas Americanas

Fernanda de Oliveira Moraes de Souza

Número de Matrícula: 1410674

Orientador: Marcelo Nuno

Rio de Janeiro
Novembro 2017



Monografia de Final de Curso

Departamento de Economia

Métodos de avaliação de empresas ***Case: Lojas Americanas***

Fernanda de Oliveira Moraes de Souza

Número de Matrícula: 1410674

Orientador: Marcelo Nuno

Rio de janeiro
Novembro 2017

“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”.

Fernanda de Oliveira Moraes de Souza

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

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar gostaria de agradecer à minha família que sempre me apoiou de forma incondicional, colocando minha educação e formação em primeiro lugar. Sem dúvidas, nossa estrutura familiar foi imprescindível para eu finalizar essa nova etapa. Monica e Edmilson, obrigada por serem meus exemplos de vida.

Gostaria de agradecer também a formação que o Colégio Santo Inácio me forneceu, sempre visando a excelência acadêmica e pessoal. Com minha educação de base consolidada sempre fui hábil para alcançar e chegar aonde gostaria.

Agradeço aos meus amigos de faculdade que sempre estiveram presentes durante essa caminhada: Camila Garritano, Cecília Dutra, Luisa De Biase, Caroline Rennó, Isadora Spinola e Marina Lobo, muito obrigada!

Agradeço ao meu irmão, Leonardo, que sempre foi meu melhor amigo para todas as horas e sempre me auxiliou para eu superar minhas dificuldades e crescer em cima delas. Me ensinando desde as mais básicas premissas econômicas até minha formação de caráter.

Agradeço ainda a Isabella Duarte, por estar sempre presente em minha vida e me ajudar a seguir em frente nos momentos mais complicados, com todo o seu carinho e amor. Obrigada a você e a todos os meus amigos do Santo Inácio que me ensinaram o que é ter amigos de verdade.

Por fim, agradeço aos meus tios, Raul e Tereza, que sempre me inspiraram em todos os aspectos da vida. A convivência com vocês sempre despertou minha sede por conhecimento.

Muito obrigada!

SUMÁRIO

1. Métodos de Avaliação de Empresas	14
1.1 Avaliação Absoluta - Metodologia de Fluxo de Caixa Descontado	15
1.1.1 Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCLA)	15
1.1.2. Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF)	17
1.2. Avaliação Relativa- Metodologia de Análise de Múltiplos	18
1.2.1. Metodologia	18
1.2.2. Múltiplos de Lucro - Preço da Ação/Lucro	19
1.2.3. Múltiplos de EBTDA – EV/EBITDA	20
1.2.4. Múltiplos de Patrimônio - Preço da Ação/ Patrimônio Líquido	21
2. Taxas de Desconto - Um Cálculo Sob Cada Ótica	22
2.1. Taxa Livre de Risco (TLR)	22
2.2. Beta (β)	23
2.3. Custo de Capital Próprio (K_e) a partir do CAPM	24
2.4. Custo de Capital de Terceiros (K_d)	25
2.5. Custo Médio Ponderado de Capital Próprio (WACC)	25
2.6. Aplicando a Perpetuidade	25
3. Cenário Macroeconômico	27
4. Análise Setorial do Varejo	28
4.1. Fatores de Risco para o Setor	29
5. Uma Breve Análise do Setor de E-commerce	32
6. Estudo de Caso Lojas Americanas	34
6.1. Fatos Relevantes	34
6.1.1 Destaques da linha do tempo	34
6.2 Composição Acionária.....	35
6.3. Propulsores do Crescimento - Projetos e Expansões	36
6.4. Níveis de Endividamento	37
6.5. Histórico dos Resultados da Lojas Americanas S.A.	38
6.5.1 Balanço Patrimonial	38
6.5.2 Demonstração de Resultados	40
6.5.3. Demonstração de Fluxo de Caixa	41

7. Aplicação da Metodologia a Lojas Americanas	43
7.1. Comportamento histórico de algumas variáveis	43
7.2. Taxa de Crescimento na Perpetuidade	44
7.3. Projeções	44
7.3.1 Receita Bruta	44
7.3.2 CMV (Custo de Mercadoria Vendida)	45
7.3.3. Lucro Bruto	46
7.3.4. Despesas Operacionais	46
7.3.5. EBIT	47
7.3.6. CAPEX	47
7.3.7. Depreciação	48
7.3.8. Capital de Giro	49
7.3.9. Fluxos de Caixa	50
7.4. Taxa Livre de Risco	50
7.5. Cálculo do Beta das Lojas Americanas S.A	50
7.6. Cálculo do Prêmio de Mercado da Lojas Americanas S.A	53
7.7. Cálculo do Prêmio de Risco Brasil	53
7.8. Custo de Capital Lojas Americanas S.A.....	54
7.8.1 Taxa de Conversão	54
7.8.2 Cálculo do Custo de Capital Próprio Lojas Americanas S.A	55
7.8.3 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros Lojas Americanas S.A	55
7.8.4. Cálculo do WACC Lojas Americanas S.A e Valor Presente	58
7.8.5. Perpetuidade e Valor por ação	60
8.0 - Análise Relativa – Aplicando a Análise por Múltiplos	62
8.1 P/L – Retorno do investimento	62
8.2 P/VPA – Valor de Mercado x Valor Contábil	63
8.3 EV/Ebitda	64
9.0. Uma breve Análise de Sensibilidade	66
10. Conclusão	68
10.1. Resultados pretendidos e Análise Final	68
11.Referências Bibliográficas	69

Lista de Figuras

Figura 1. Fluxo de Caixa do Acionista

Figura 2. Obtenção do Valor Presente do Patrimônio Líquido a partir do FCFE

Figura 3: Relação entre FCLF e FCLA

Figura 4: Cálculo do FCLF a partir do LAJIR

Figura 5: Obtenção do Valor Presente do Patrimônio Líquido a partir do FCFE

Figura 6: Percepções do Beta

Figura 7: Custo do Capital Próprio (K_e) através do CAPM

Figura 8: Custo do Capital Próprio (K_e) através do CAPM Ajustado

Figura 9: Custo do Capital Próprio de Terceiros (K_d)

Figura 10: Custo Médio Ponderado de Capital Próprio (WACC)

Figura 11: Perpetuidade (g) com Crescimento de Fluxo de Caixa

Figura 12: Perpetuidade (g) sem Crescimento de Fluxo de Caixa

Figura 13: Valor presente da Perpetuidade (g)

Figura 14: Cenário Macroeconômico

Figura 15: Índice de Confiança do Consumidor

Figura 16: Segmentação do PIB Setorial (2015)

Figura 17: Receita operacional líquida atribuída a cada componente.

Figura 18: Volume de Vendas do Comércio Varejista

Figura 19: Dados das Lojas Físicas

Figura 20: Ticket Médio do E-commerce

Figura 21: Faturamento do E-commerce

Figura 22: Volume de Pedidos do E-commerce

Figura 23: Composição Acionária

Figura 24: Endividamentos Lojas Americanas S.A.

Figura 25: Balanço Patrimonial Lojas Americanas S.A.

Figura 26: DRE Lojas Americanas S.A.

Figura 27: DFC Lojas Americanas S.A.

Figura 28: Dados Históricos Relativos a Receita

Figura 29: Histórico Receita Bruta

Figura 30: Projeção Receita Bruta 2017

Figura 31: Projeção Receita Bruta 2018-2021

Figura 32: CMV histórico

Figura 33: Projeção CMV

Figura 34: Lucro Bruto histórico

Figura 35: Projeção Lucro Bruto

Figura 36: Despesas Operacionais Histórico

Figura 37: Projeção Despesas Operacionais

Figura 38: Projeção EBIT

Figura 39: Capex Histórico

Figura 40: Projeção CAPEX

Figura 41: Depreciação e Amortização Históricas

Figura 42: Projeção Depreciação e Amortização

Figura 43: Capital de Giro Histórico

Figura 44: Projeção Capital de Giro

Figura 45: Projeção FCFE

Figura 46: Taxa de Risk – Free Brasil

Figura 47: Dados Semais – 5 anos

Figura 48: Dados Semais – 2 anos

Figura 49: Dados Semais – 1 ano

Figura 50: Periodicidade do Beta

Figura 51: Retorno Mercado

Figura 52: Conversão Dólar - Real

Figura 53: Cálculo CAPM – K_e

Figura 54: Cálculo K_D

Figura 55: Spread

Figura 56: Endividamento

Figura 57: K_d com Conversão

Figura 58: WACC

Figura 59: Fator WACC

Figura 60: FCFE Acumulado

Figura 61: Projeções do Fator de WACC

Figura 62: Perpetuidade

Figura 63: Cálculo do Preço por Ação

Figura 64: Múltiplos Empresas

Figura 65: Variações no Lucro Bruto

Figura 66: Relação Margem Bruta e Preço Alvo

MOTIVAÇÃO

Apesar da existência de uma Bolsa de Valores no Brasil, o país ainda se posiciona de maneira extremamente tímida como player no mercado mundial. Grande parte da população possui uma educação financeira praticamente nula, enquanto que os que já possuem maior contato com investimentos diversificados, ainda se concentram no campo de renda fixa.

Ao trabalhar no mercado financeiro e conhecer um pouco mais desse setor, pude verificar a dimensão do problema que é a falta de conhecimento em relação ao mesmo. É possível observar que muitos indivíduos querem entrar em operações sem conhecimento do que de fato estão fazendo, como também é fácil verificar que muitos abrem mão do investimento por causa do medo gerado pela ignorância.

Por isso, senti a necessidade de desmistificar, em certa parte, o mercado de ações e explicar algumas metodologias utilizadas para precificar os ativos. Assim, espera-se que pautados em um maior conhecimento, mais investidores se identifiquem com o mercado e consigam compreender os termos, os cálculos mais cotidianos do ambiente de Bolsa.

Acredito que, dessa forma, minha contribuição como economista e amante do mercado financeiro possa ser aproveitada por muitos outros investidores, que buscam compreender o que movimenta esse mercado tão dinâmico e grandioso.

INTRODUÇÃO

O mercado financeiro é de extrema importância para população brasileira, devido a sua função canalizadora de recursos. Nesse ambiente, empresas conseguem captar capital de poupadores para realizar investimentos, e assim expandir ou realizar a manutenção de suas atividades. Desse modo, tanto sob a ótica da empresa que consegue uma nova fonte de arrecadação, quanto pelo ponto de vista do investidor que expande seu leque de oportunidades, o mercado desempenha um papel fundamental para o Sistema Financeiro Brasileiro.

Através da Bolsa de valores, é possível se tornar sócio de diferentes companhias de capital aberto, visto que ao comprar uma ação, se está adquirindo a menor parcela do patrimônio líquido de uma empresa. Além disso, por meio desse ambiente também é possível assumir posições alavancadas, diversificar operações e assumir maiores riscos, tendo como objetivo final obter um retorno superior à SELIC, taxa básica de juros que remunera títulos públicos. Surge um novo mundo com amplas possibilidades no mercado de renda variável para contrastar com a previsibilidade das operações de renda fixa. Motivadas por maiores possibilidades de ganho, podemos observar um número crescente de investidores que integram esse, cada vez maior, mercado.

Diante da dimensão e importância do mercado financeiro, torna-se nítida a necessidade de mensurar o valor de cada ação, ou seja, responder à tão valorada pergunta "quanto vale uma empresa?". Essa indagação é o que move o mercado, é o que todos investidores gostariam de saber.

A negociação dos ativos se dá, justamente, pois os indivíduos possuem perspectivas diferentes ao realizarem suas previsões, chegando a respostas diversificadas. Alguns alegam que o ativo irá desvalorizar, enquanto outros apostam em sua valorização e até mesmo entre aqueles que concordam em relação à tendência de movimento, é comum a divergência entre o preço-alvo estimado. Nesse contexto, destaco a importância dessa monografia, que possui como foco principal demonstrar diferentes metodologias utilizadas para a precificação de uma ação.

Com o objetivo de aprofundar a análise e possibilitar uma ilustração do conteúdo teórico, será realizado um estudo de caso da empresa Lojas Americanas, uma das maiores

varejistas do Brasil, marcada pelo seu tradicionalismo em nosso mercado. A escolha da empresa em questão deve-se à dimensão do setor varejista em nosso país, o que permitirá a utilização do material produzido para cálculo de outro ativo com características semelhantes e comuns a empresa supracitada. Vale ressaltar que no *case* a ser estudado, a precificação de cada ação da Lojas Americanas S.A será obtida através do método de Fluxo de Caixa Descontado, que utiliza projeções futuras de entrada e saída de caixa e posteriormente, traz esse montante por meio de uma taxa de desconto a um valor presente, chegando assim a um preço-alvo para o ativo. Essa estimativa é pautada em uma análise fundamentalista, que reflete o valor intrínseco do empreendimento estudado, para depois, através de outra metodologia, denominada análise de múltiplos, comparar a empresa a seus similares.

Por fim, ao terminar a leitura deste trabalho, espera-se que o leitor esteja hábil a compreender as metodologias utilizadas e esteja apto a aplicá-las. Acredita-se que quanto maior for o conhecimento financeiro dos indivíduos, mais atrativa a Bolsa de Valores se tornará e um número maior de pessoas integrará esse mercado. Assim, a monografia visa tanto elucidar os investidores em geral, quanto fomentar o mercado financeiro ao explicar alguns conceitos, muitas vezes, desconhecidos pela população em geral.

1. Métodos de Avaliação de Empresas

Nesta monografia, serão explicitadas três diferentes formas de avaliação de companhias, que serão segregadas em dois grupos distintos:

- **Avaliação Absoluta**

Nesse primeiro caso, será observado o valor intrínseco atribuído exclusivamente ao negócio da empresa estudada, sem levar em consideração seus pares de mercado. Nessa análise, a parte crucial do estudo é encontrar uma taxa de desconto adequada, que traz os fluxos de caixa futuro a um valor equivalente no presente. Para desempenhar essa função será utilizada a Metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que pode ser subdividida em dois métodos: Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) e Fluxo de Caixa Livre Para Firma (FCLF).

- **Avaliação Relativa**

Por outro lado, nessa abordagem, a avaliação do negócio é realizada de forma relativa, ou seja, por meio da comparação de múltiplos contábeis entre firmas distintas. A precificação da empresa ocorre por meio da análise entre as diferentes variáveis padronizadas no mercado, e assim uma companhia é definida sob uma ótica positiva ou negativa. Ou seja, é definido se ela está sobre ou sub precificada e o investidor consegue pautar sua decisão em relação aquele ativo.

Ao comparar essas duas formas de avaliação, pode-se obter vantagens e desvantagens referentes a cada método. Se, por um lado, chegar a um valor intrínseco de um negócio pode ser um caminho extremamente complexo, que envolve inúmeras variáveis e hipóteses, por outro, a simplicidade da comparação de resultados de diferentes firmas pode ser superficial e conter erros consideráveis. Ainda assim, a avaliação por múltiplos é extremamente útil, visto que possui fácil acesso aos investidores e é comumente utilizada nos relatórios que circulam no mercado acionário.

1.1 Avaliação Absoluta - Metodologia de Fluxo de Caixa Descontado

Esse modelo possui alto grau de sofisticação, requerendo assim, uma grande quantidade de informação para sua elaboração. Além disso, a capacidade analítica se torna imprescindível para interpretar as informações disponíveis. Dessa forma, somente possuindo domínio da metodologia é possível a manipulação e estruturação das projeções de forma adequada e coerente.

Por definição, o método proposto pelo Discounted Cash Flow (DCF) consiste em calcular as entradas e saídas de caixas por um determinado número de períodos futuros e descontar o somatório final em um único valor equivalente no presente. Vale ressaltar que, de acordo com o negócio estudado, existirá um número de períodos futuros adequado que torne as projeções mais factíveis. Comumente no mercado é utilizado o período de 5 anos.

Para realizar as projeções dos fluxos de caixa, utilizam-se: dados históricos empresariais; capacidade de crescimento e nível de endividamento da firma; conjuntura nacional e internacional vigente; entre outros inúmeros fatores que podem afetar direta e indiretamente o desempenho daquela empresa. É evidente que existem limitações nas previsões e é fácil perceber que algum acontecimento não será contabilizado. Por isso, a metodologia visa minimizar, ao máximo possível, os erros e obter uma estimativa mais próxima da realidade para que seja possível tomar uma decisão assertiva.

Como o método é estruturado por projeções e essas são embasadas por premissas, é possível estipular diferentes cenários caracterizados por suas respectivas conjunturas e assim, obter valores específicos para cada caso. Dessa forma, o investidor consegue limitar ainda mais possíveis erros de projeções e poderá ter conhecimento para se adaptar a cenários adversos.

A seguir, serão aprofundadas duas abordagens distintas sobre essa metodologia: Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCLA) e Fluxo de Caixa Livre da Firma(FCLF).

1.1.1 Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCLA)

O FCLA, também conhecido como *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), visa valorar o capital acionário (OZORIO). Ou seja, a metodologia objetiva chegar a um valor que potencialmente será distribuído ao acionista. Para isso, desconta-se da receita bruta do empreendimento os custos atrelados ao negócio, como impostos, reinvestimentos e

pagamento de juros para cada período de tempo t, conforme ilustrado na imagem abaixo.

Figura 1. Fluxo de Caixa do Acionista

Receita Bruta
- Impostos sobre o faturamento
- Custos
- Despesas operacionais
- Depreciação e Amortização
= Lucro Antes do Pagamento de Juros e Impostos (LAJIR)
- Despesas com Juros
= Lucro Antes dos impostos
- Imposto sobre o Resultado
= Lucro Líquido
+ Depreciação e Amortização
- CAPEX
- Variação de Capital de Giro
+ Dívida Líquida
= Fluxo de Caixa do Acionista

Fonte: Elaboração Própria.

Após estimar ao FCLA de cada período, é necessário realizar o somatório dos fluxos de caixa livres para os acionistas nesses t períodos e descontá-los por uma taxa de desconto denominada custo de capital próprio (Ke). Essa variável pode ser analisada como o retorno mínimo que o investidor requer sobre o investimento, representando o retorno obtido sobre risco tomado. Assim, segue equação de obtenção do valor presente, através do Fluxo de Caixa do Acionista.

Figura 2. Obtenção do Valor Presente do Patrimônio Líquido a partir do FCFE

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+K_e)^t}$$

Sendo:

FCFE_t = Fluxo de Caixa ao Acionista esperado em um período t

Ke = Custo do Patrimônio Líquido

Fonte: Elaboração Própria.

1.1.2. Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCLF)

Segundo Damodaran, o Fluxo de Caixa Livre da Empresa, ou *Free Cash Flow to the Firm* é obtido através da seguinte equação que utiliza como base de cálculo o FCLA. Vale ressaltar que existem diferentes formas de se chegar a esse resultado, sendo aqui explicitada uma dessas formas como ilustração.

Figura 3: Relação entre FCLF e FCLA

$$\text{FCLF} = \text{FCLA} + \text{Despesas de juros} \cdot (1-t) + \text{Pagamento de dívidas} \\ - \text{Novas emissões de dívidas}$$

Fonte: Elaboração Própria.

Através dessa equação é possível distinguir a diferença entre as duas abordagens supracitadas presentes na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado. Se o FCLA levava em conta somente o fluxo de caixa referente aos acionistas, o FCLF considera também os fluxos referentes aos credores da empresa. Por isso, adicionam-se os componentes referentes a dívidas e juros para se chegar ao resultado final.

Contudo, também é possível calcular o FCLF sem previamente contabilizar o FCLA, para isso basta utilizar para início de cálculo o lucro antes de imposto de renda e juros (LAJIR) para cada período de tempo e realizar as operações ilustradas na tabela abaixo.

Figura 4: Cálculo do FCLF a partir do LAJIR

+ LAJIR * (1 - IR)
- CAPEX
+ Depreciação
- Variação no Capital de Giro
= Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Fonte: Elaboração Própria.

Conforme falado anteriormente, o Fluxo de Caixa para Firma considera tanto os

recursos próprios quanto os provenientes de terceiros. Dessa forma, a taxa de desconto utilizada para obter um resultado contábil no valor presente deve considerar tanto o custo de capital próprio (K_e), quanto o custo de capital de terceiros (K_d). Para tal, utiliza-se como taxa de desconto a WACC (Weighted Average Cost of Capital), que através de uma média ponderada contabiliza ambos os custos.

Figura 5: Obtenção do Valor Presente do Patrimônio Líquido a partir do FCFF

$VPL = \sum_{T=1}^{T=T} \frac{FCFF}{(1+WACC)^T}$
<p>Sendo:</p> <p>FCFF_t = Fluxo de Caixa Livre da Empresa</p> <p>WACC = Custo Médio Ponderado do Capital</p>

Fonte: Elaboração Própria.

1.2. Avaliação Relativa- Metodologia de Análise de Múltiplos

1.2.1. Metodologia

A principal forma de realizar uma Avaliação Relativa acerca de uma empresa é através da metodologia de Análise de Múltiplos. Segundo *Damodaran*, através desse modelo, o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados por uma variável comum.

Nesse tipo de estudo, não se objetiva fundamentar quais são os aspectos que geram valor de uma determinada empresa e sim, comparar os diferentes múltiplos de uma companhia com os seus similares de setor. Ou seja, não se almeja buscar o valor intrínseco da companhia a partir de parâmetros padronizados, mas sim compará-las com empresas semelhantes e assim chegar a um senso de valor.

Para *Martelanc, Pasin e Cavalcante*, “(...) a aplicação de tal metodologia para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada.”.

Damodaran ainda acrescenta que que “(...)a atratividade dos indicadores é que são simples e é fácil de relacioná-los. Podem ser utilizados para obter estimativas de valor com rapidez, para empresas e ativos, e são especialmente úteis quando há um grande número de empresas comparáveis.”. Dessa forma, é de extrema importância a compreensão desses resultados pelos investidores do mercado.

Apesar de ser amplamente utilizada e não possuir compreensão altamente complexa, a Análise de Múltiplos deve ser utilizada e estudada com cautela. Existem dois aspectos de extrema importância a serem analisados antes de chegar a uma conclusão: a real similaridade dos fundamentos das empresas escolhidas para comparação e o equilíbrio setorial. O primeiro ponto pode ser amenizado, caso o analista divulgue os fatores que ele considerou para classificar as empresas como semelhantes, e o segundo através da percepção se aquele setor está sub ou supervalorizado como um todo. A atenção a esses dois aspectos pode evitar um erro de mensuração.

1.2.2. Múltiplos de Lucro - Preço da Ação/Lucro

O múltiplo P/L é um indicador amplamente utilizado na análise fundamentalista. Ele relaciona o preço pago por uma ação, ou seja, o valor investido, com o lucro líquido obtido pela empresa em um determinado ano de exercício. Dessa forma, ele pode ser compreendido como o número de anos necessário para reaver o capital investido que fora despendido no momento da compra da uma ação de uma empresa. Contudo, para que essa relação seja estabelecida, precisamos supor uma relação de estabilidade e constância entre os lucros obtidos nos próximos anos por aquela companhia. Esses devem ser iguais aos resultados obtidos no ano utilizado base inicial para o cálculo, deve-se supor também que ocorrerá o repasse total desse lucro ao acionista.

Considerando a hipótese de mercado eficiente e de que a análise foi realizada entre empresas de fato elegíveis para comparação entre si, pode-se supor no geral que: um P/L baixo representa uma empresa subvalorizada ou com pouca expectativa de crescimento, enquanto que um P/L alto pode indicar uma empresa sobrevalorizada ou com alta expectativa de crescimento.

Em relação a essa análise, deve-se fazer uma ressalva quanto a sua aplicabilidade. Não se deve utilizá-la para comparar empresas de setores ou países diferentes, visto que para

estabelecer se uma ação está cara ou barata, ou se uma empresa possui alta capacidade de crescimento, deve-se compará-la com seus pares de mercado, que devem ser semelhantes entre si.

Quando se realiza a comparação entre empresas de setores diferentes, pode-se encontrar características específicas a cada atividade fim e que são exclusivas daquele setor. Assim, comparar empresas de nichos diferentes resultaria em uma análise viesada e não condizente com a realidade. Um exemplo dessa situação seria comparar dois empreendimentos distintos que se encontram em uma situação estática similar, contudo, caso um setor esteja saturado e o outro em nítido processo de expansão, a comparação será extremamente falha, pois existe um potencial crescimento dos lucros em um setor que é inexistente no outro.

Uma outra limitação desse indicador seria o fato do mesmo considerar o lucro contábil de uma empresa em um determinado tempo, ignorando, portanto, o valor do dinheiro no tempo.

1.2.3. Múltiplos de EBTDA – EV/EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) representa o lucro antes dos juros (despesas financeiras), impostos (IR e CSLL), depreciação e amortização. Essa é uma medida aproximada para capacidade de geração de caixa da empresa.

Em contrapartida, o *Enterprise Value* é a o *market cap* da firma somado à dívida líquida existente. Dessa forma, representa o valor total da empresa para todos os seus financiadores, ou tanto os acionistas quanto os credores.

O indicador permite verificar em quanto tempo o investimento realizado para comprar ações irá retornar para o investidor. A análise é parecida com o múltiplo P/L, contudo mais eficiente quando se trata de uma empresa deficitária, não lucrativa.

1.2.4. Múltiplos de Patrimônio - Preço da Ação/ Patrimônio Líquido

O múltiplo P/VPA é obtido ao dividirmos o valor de mercado da menor parcela do patrimônio líquido de uma empresa (P) pelo valor total de seu patrimônio líquido (VPA). Ou seja, através da análise desse indicador, podemos verificar o quanto o mercado valoriza o PL daquela firma.

É importante verificarmos que o valor de mercado reflete as expectativas que os agentes possuem acerca do futuro daquele empreendimento. Enquanto que o patrimônio líquido é uma medida contábil obtida pela diferença entre ativo e passivo. Como Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) alertam que “[...] o múltiplo P/PL é fortemente influenciado pelos métodos contábeis adotados e pelos critérios de conservadorismo das empresas”, assim, devemos comparar empresas sujeitas ao mesmo padrão contábil.

2. Taxas de Desconto - Um Cálculo Sob Cada Ótica

Como disse Póvoa (2008), “O cálculo da taxa de desconto provavelmente é a parte mais intrigante e fascinante da análise do valor justo de uma ação. Intrigante por envolver variáveis que interagem entre si. Fascinante porque, definitivamente, nunca existe uma resposta cientificamente correta. A taxa de desconto é o lado mais artístico da análise de empresas e na gestão de recursos”.

A taxa de desconto utilizada para chegar a um resultado no presente está intrinsecamente ligada ao risco do negócio, de modo que geralmente, utiliza-se como base para cálculo uma taxa livre de risco da economia e adiciona-se um componente referente ao risco específico daquele empreendimento, é uma forma de prêmio por assumir aquele risco adicional.

A relação se estabelece de forma que quanto maior o custo de oportunidade e os riscos associados aquele negócio, maior será a taxa de desconto apurada no final. Essa variável torna-se extremamente importante, uma vez que só é possível comparar resultados de investimentos distintos entre si, se trazidos a um determinado período em comum. Dessa forma, calcular uma taxa de desconto compatível com a realidade é um fato imprescindível ao investidor que utiliza essa metodologia para guiar seus investimentos.

2.1. Taxa Livre de Risco (TLR)

A taxa livre de risco é associada ao investimento cuja possibilidade de default, ou seja, de a empresa não honrar os seus compromissos, é zero. Nesse contexto, a previsibilidade do retorno obtida pelo investidor é total, não há incertezas. Esse conceito é teórico, pois na prática, qualquer investimento possui um determinado nível de risco, não importa o quão pequeno ele seja.

Por convenção instituída no mercado, utiliza-se os títulos emitidos por um governo como parametrização da taxa livre de risco daquela economia, já que se entende que risco do mesmo não pagar suas dívidas é o menor daquele país. Entretanto, é extremamente importante ressaltar que não são todos os países que apresentam de fato uma taxa de remuneração livre de risco. Nesse caso, geralmente adota-se a taxa de remuneração de um *t-bond* com prazo de dez anos emitido pelo Tesouro dos Estados Unidos, como a taxa livre de risco, e adiciona um prêmio de risco específico ao país em questão para chegar a um resultado

final mais condizente com a realidade.

2.2. Beta (β)

O Beta representa uma medida estatística de volatilidade da cotação de uma determinada ação ou carteira de ativos em relação a variação do mercado como um todo. Geralmente, utiliza-se para parametrização quanto o preço daquele ativo variou para cada variação percentual do IBOV – Índice Bovespa.

Por meio desse indicador, visa-se representar o risco inerente a cada setor que a empresa está inserida. Nessa variável, conseguimos mensurar fatores que afetam o mercado como um todo, que não podem ser eliminados por meio da diversificação da carteira através da compra de outras ações e como esses aspectos afetam aquela determinada empresa especificamente. Como componente de risco que pode ser diluído por meio da diversificação é chamado de risco diversificável, o Beta também é conhecido como risco não diversificável.

Damodaran ressalta de forma clara que o Beta de um empreendimento é influenciado por diversos fatores, como: a natureza do negócio, se o mesmo é mais ou menos sensível a variações macroeconômicas e o nível de endividamento empresarial. Nesse aspecto, quanto maior a alavancagem de uma empresa maior o risco que ela possui e maior será o Beta da firma.

Figura 6: Percepções do Beta

Valores e Percepções do Beta (β)	
$\beta = -1,0$	Ativo varia na mesma proporção do mercado, contudo na direção oposta.
$\beta = 0,5$	Ativo varia metade da proporção do mercado, na mesma direção
$\beta = 1,0$	Ativo varia na mesma proporção do mercado, na mesma direção.

Fonte: Elaboração Própria.

2.3. Custo de Capital Próprio (Ke) a partir do CAPM

Segundo Odálio, o Capital Asset Pricing Model (CAPM) nos permite modelar a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa, ou seja, o custo de capital próprio. O modelo postula que o retorno deverá ser igual à taxa de retorno livre de risco acrescido do produto entre o risco sistemático, ou seja, o risco não-diversificável e o prêmio de risco daquele mercado. Assim, a equação da CAPM é:

Figura 7: Custo do Capital Próprio (Ke) através do CAPM

$$\text{CAPM} = \{\text{TLR} + [\beta (\text{TRM} - \text{TLR})]\}$$

Sendo:

CAPM = Custo de Capital Próprio

TLR = Taxa Livre de Risco

β = Beta (volatilidade da empresa em relação ao mercado)

TRM = Taxa de Retorno no

Fonte: Elaboração Própria.

Entretanto, com a integração cada vez maior entre os países, surge a necessidade de adequar esse modelo para podermos realizar comparações globais. Para isso, torna-se necessária a inclusão de uma variável que mensura o risco específico de cada país. Dessa forma, o modelo adaptado ficaria no seguinte formato:

Figura 8: Custo do Capital Próprio (Ke) através do CAPM Ajustado

$$\text{CAPM ajustado} = \{\text{TLR} + \text{PRP} + [\beta (\text{TRM} - \text{TLR})]\}$$

Sendo:

CAPM ajustado = Custo de Capital Próprio Ajustado

TRM - TLR (Prêmio de risco americano)

β = Beta (volatilidade da empresa em relação ao mercado)

PRP = Prêmio de Risco País

Fonte: Elaboração Própria.

2.4. Custo de Capital de Terceiros (Kd)

O custo de capital de terceiros, também denominado como custo da dívida, está positivamente relacionado com a possibilidade do credor em não honrar seus compromissos. Nesse contexto, pode-se dizer que quanto maior o risco de inadimplência, maior será a taxa exigida pelos credores e maior será a diferença entre ela e a taxa livre de risco.

Segundo Ozorio, o custo de capital de terceiros pode ser escrito da seguinte forma:

Figura 9: Custo do Capital Próprio de Terceiros (Kd)

$$Kd = RF + \text{Spread Soberano} + \text{Company Default Spread}$$

Sendo:

RF = taxa livre de risco.

Spread Soberano = Prêmio exigido para Investir em Países Emergentes

Company Default Spread = Prêmio Estimado

Fonte: Elaboração Própria.

2.5. Custo Médio Ponderado de Capital Próprio (WACC)

Como resume Damodaran, o custo de capital é obtido através do cálculo da média ponderada dos custos dos diferentes componentes do financiamento, com os pesos baseados nos valores de mercado de cada um respectivamente.

Figura 10: Custo Médio Ponderado de Capital Próprio (WACC)

$$\text{Custo de Capital} = \text{Custo do Patrimônio Líquido} * [\text{Patrimônio Líquido} / (\text{Dívida} + \text{Patrimônio Líquido})] + \text{Custo da Dívida livre de impostos} * (\text{Dívida} / \text{Dívida} + \text{Patrimônio Líquido})$$

Fonte: Elaboração Própria.

2.6. Aplicando a Perpetuidade

Damodaran (2007) alega que quando uma empresa chega a uma fase em que atingiu a maturidade, e, como não podemos estimar fluxos de caixa para sempre, é necessário que seja calculado um valor da perpetuidade, também chamado de valor terminal. Esse valor é alcançado quando a empresa chega a um estágio máximo de produtividade, no qual a única forma de manter o seu crescimento seria realizando novos investimentos.

A perpetuidade pode ser calculada através de duas formas diferentes: com crescimento de fluxo de caixa e sem crescimento de fluxo de caixa. Seguem as duas fórmulas de cálculo.

Figura 11: Perpetuidade (g) com Crescimento de Fluxo de Caixa

$$\text{Perpetuidade} = \text{Fluxo de Caixa} * (1 + g) / (\text{Taxa de Desconto} - g)$$

Sendo:

g = taxa de crescimento na perpetuidade

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 12: Perpetuidade (g) sem Crescimento de Fluxo de Caixa

$$\text{Perpetuidade} = \text{Fluxo de Caixa} / (\text{Taxa de Desconto})$$

Fonte: Elaboração Própria.

Por fim, precisamos trazer o valor da perpetuidade ao valor presente. Para isso, utilizaremos a taxa de desconto utilizada na projeção, obtendo a fórmula a seguir:

Figura 13: Valor presente da Perpetuidade (g)

$$\text{Valor Presente da Perpetuidade} = \text{Perpetuidade} / (1 + \text{Taxa de Desconto})^n$$

Sendo:

n = Número de Períodos projetados

Fonte: Elaboração Própria

3. Cenário Macroeconômico

Através da tabela abaixo, pode-se verificar que o Brasil está iniciando o seu período de recuperação da crise econômica que teve seu auge em 2015. Depois de dois anos seguidos de retração do PIB, inflação e juros altos, 2017 aparece como um ano decisivo para a recuperação do país. Nos campos referentes ao ano corrente e a 2018 foram utilizados dados da pesquisa *Focus* para embasar essas expectativas. De acordo com os principais players do mercado, a retomada da saúde econômica começa de fato em 2018.

Figura 14: Cenário Macroeconômico

Cenário Macroeconômico					
Indicadores/Anos	2014	2015	2016	2017	2018
Δ% PIBanual	0,10%	-3,8%	-3,60%	0,07%	2,50%
Taxa SELIC acumulada	10,96%	13,47%	14,18%	11,74%	7% E
IPCA% a.a	6,41%	10,67%	6,29%	3,09%	4,04%
Taxa de Câmbio	2,64	3,87	3,35	3,20	3,30

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, IPEA e IBRE.

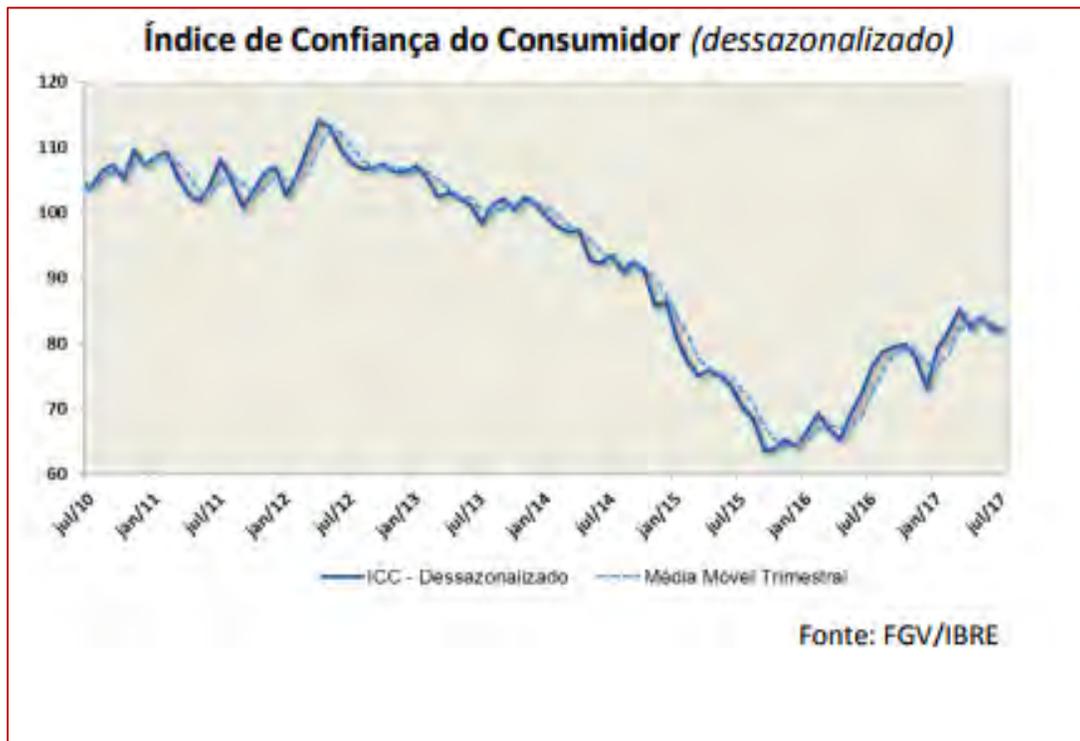
O indicador do PIB se torna importante, visto que a recuperação do consumo proveniente da retomada do crescimento deve impactar positivamente a receita obtida pela companhia, de modo que quanto maior o PIB melhor para a empresa em questão. Por outro lado, ao analisarmos a taxa de juros Selic, essa relação se torna negativa, ou seja, para a Lojas Americanas o quão mais baixo for esse indicador, melhor. Isso ocorre por dois motivos, primeiro porque com juros mais baixos os indivíduos consomem mais, já que a economia está rodeada por uma menor incerteza e há uma maior confiança para realizar novas compras e aumentar seus gastos. Segundo, pois a empresa possui sua dívida majoritariamente concentrada a variações da taxa CDI, o que justificaria seus melhores resultados a níveis mais baixos de juros internos. Nesse aspecto vale ressaltar que a companhia realiza aplicações financeiras indexadas em CDI para reduzir o impacto financeiro obtido com flutuações dos juros.

Ainda no que se refere à exposição a indicadores macroeconômicos, a empresa lojas americanas é afetada praticamente de forma nula para variação cambial. Fato decorrido da política conservadora de aplicação do caixa, na qual por meio de operações de hedge e swap

cambiais, o passivo financeiro e a posição de caixa são protegidos contra oscilações cambiais. Desse modo, o custo da dívida se torna atrelado ao CDI, conforme supracitado.

Outro aspecto importante a ser analisado é a confiança do consumidor. Através do gráfico abaixo, pode-se verificar que o consumidor se sente mais confiante com a situação econômica atual do que nos anos de 2015 e 2016. Apesar da situação política ainda influenciar de forma negativa esses indicadores, pode-se notar uma forte recuperação desse índice que iniciou uma sequência de altas. Isso ocorre pois, com juros mais baixos e retomada do crescimento do PIB - reduzindo o desemprego - os consumidores se sentem mais confortáveis para realizar novas compras e aumentar seus gastos.

Figura 15: Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: FGV/ IBRE

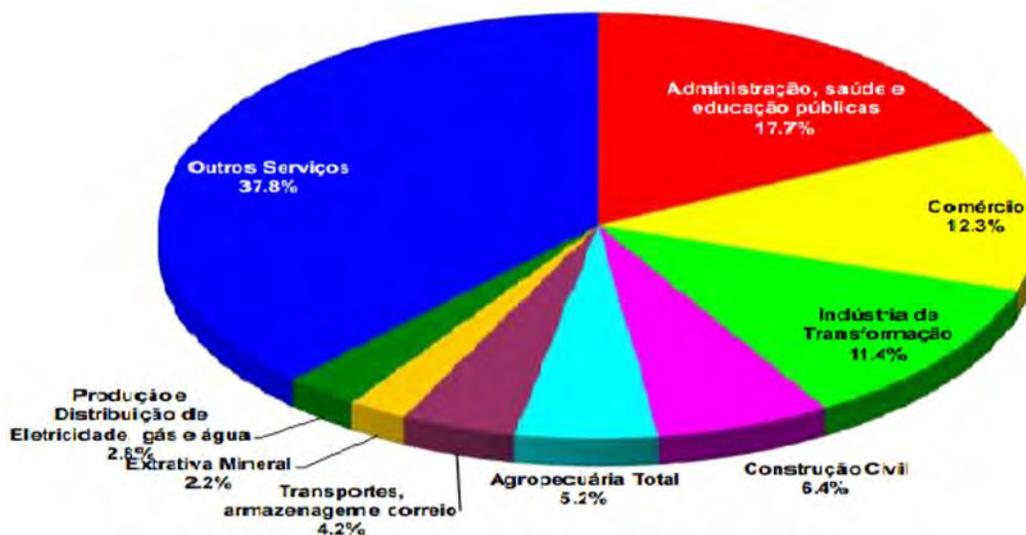
4. Análise Setorial do Varejo

Nesse capítulo, será dada continuidade ao método de análise adotado, no qual primeiro estuda-se o cenário mais macro e a cada etapa aprofundamos o estudo. Ou seja, parte-se da macroeconomia do país, depois entende-se o setor de varejo e por fim analisa-se a empresa em questão. Dessa forma, é possível imputar como variáveis externas afetam as projeções de fluxo de caixa da firma.

O comércio é expressivo em nosso país, representando 12% do PIB anual. Para uma maior visualização, segue gráfico abaixo que ilustra a composição do PIB brasileiro em 2015.

Ainda dentro desse setor, é possível observar que 43% do mesmo é representado pelo varejo. A imagem abaixo representa a segmentação do setor de comércio por receita operacional líquida atribuída a cada componente.

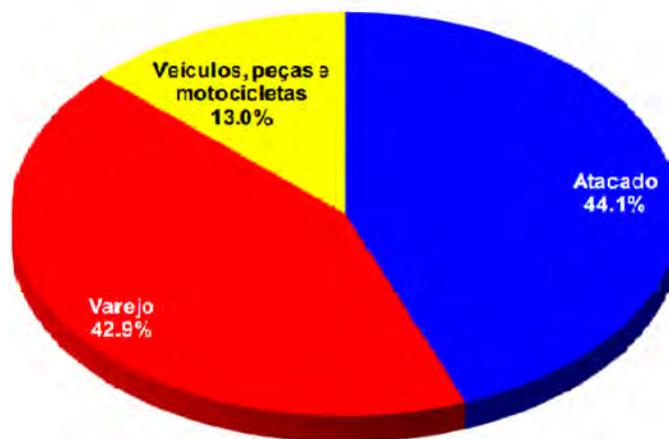
Figura 16: Segmentação do PIB Setorial (2015)



Fonte: IBGE, Bradesco

Fonte: IBGE/Bradesco

Figura 17: Receita operacional líquida atribuída a cada componente.



Fonte: IBGE - PAC, Bradesco

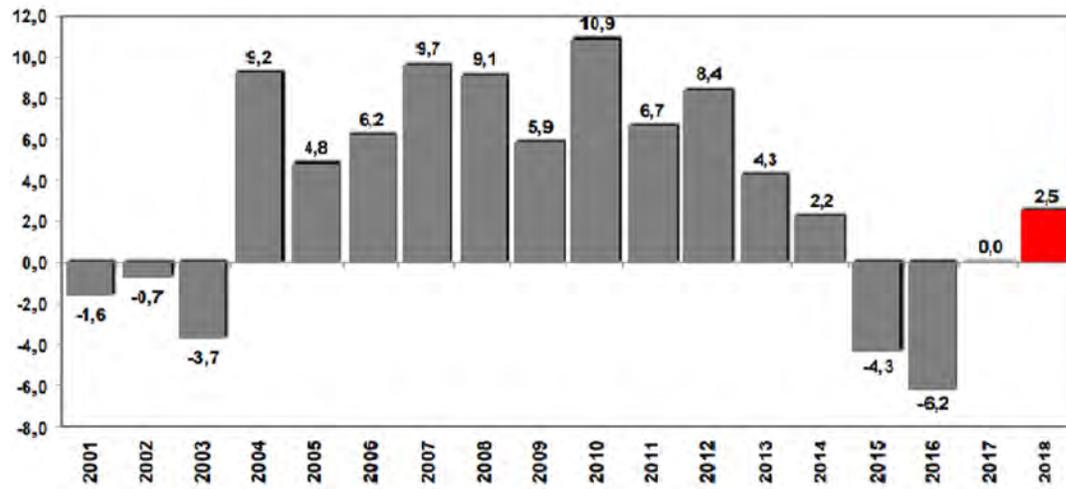
Fonte: IBGE/Bradesco

4.1. Fatores de Risco para o Setor

O setor de varejo é extremamente sensível a variações no cenário macroeconômico. Isso ocorre pois as receitas adquiridas são afetadas diretamente pelo nível de renda e emprego, pela capacidade de consumo e pelos gastos do país. Enquanto esses fatores influenciam a demanda agregada da economia, impactando a procura pelos produtos, a taxa de juros e o volume de crédito o pagamento final, que vem posterior ao ato da compra, representando mais uma dificuldade para as empresas desse setor.

No gráfico abaixo, pode-se observar que a recessão iniciada no setor de varejo no ano de 2015 já apresenta sinais de melhoras e irá alcançar o campo positivo ano que vem. É possível verificar uma relação positiva com a macroeconomia do país, visto que se espera o crescimento do PIB em 2,5% a.a. e taxa Selic a 7,0% a.a. em contraste com -3,8% e 13,47%a.a. encontrados para as mesmas variáveis em 2015.

Por fim, pode-se observar que ambos cenários externos, no qual a Lojas Americanas está inserida, possuem perspectiva de melhora no curto prazo. Desse modo, podemos esperar resultados mais expressivos para o desempenho da empresa nos próximos anos, visto que além de ser uma empresa consolidada e resiliente no mercado, a mesma apresenta uma gestão interna que lhe permite lucros crescentes.

Figura 18: Volume de Vendas do Comércio Varejista

Fonte: IBGE, Bradesco

Fonte: IBGE/Bradesco

5. Uma Breve Análise do Setor de E-commerce

Analisar o setor de comércio online é de extrema importância, principalmente para a empresa Lojas Americanas S.A. Se analisarmos o crescimento do número de lojas da companhia podemos verificar que existe um crescimento anual médio de 11,89%. Por mais que o custo associado a mão de obra tenha reduzido nos últimos anos, devido ao aumento de produtividade e redução de número de funcionário por loja, a possibilidade de expandir o negócio online é muito mais lucrativa, devido a custos inferiores.

Figura 19: Dados das Lojas Físicas

Anos	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Número de Lojas	1127	1041	952	838	729	621	541	476	468	413
Área de Vendas (mil m ²)	980	928	876	795	709	631	564	504	491	443
Total de Funcionários	21166	20715	20771	18775	17180	15596	14244	13425	13459	13252
Funcionário/Loja	18,78	19,90	21,82	22,40	23,57	25,11	26,33	28,20	28,76	32,09

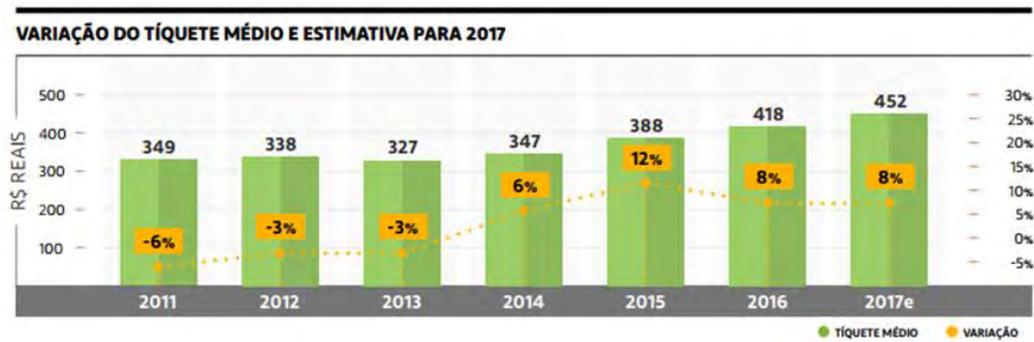
Fonte: Elaboração Própria a partir de informações do R.I da LAME.

O e-commerce se apresenta como uma possibilidade de otimização do processo de vendas sem custos associados ao estabelecimento físico. Nesse sentido, a lojas americanas deu um grande passo ao seu unir com a empresa B2W, líder consolidada no comércio online que apresenta crescente ganhos de *market share*

Por meio da análise dos gráficos abaixo, é possível verificar o crescimento mediano do faturamento histórico do e-commerce de 18,85% ao ano. Apesar de representar uma taxa elevado, esse número é representativo, pois o mercado online brasileiro ainda tem muito espaço para expansão, visto que ainda movimenta poucos bilhões de dólares quando comparado aos países desenvolvidos. Outro ponto observado ó crescimento do ticket médio despedindo nesse ambiente, que desde 2013 apresenta crescimentos positivos, demonstrando mais um benefício da expansão desse campo de atuação.

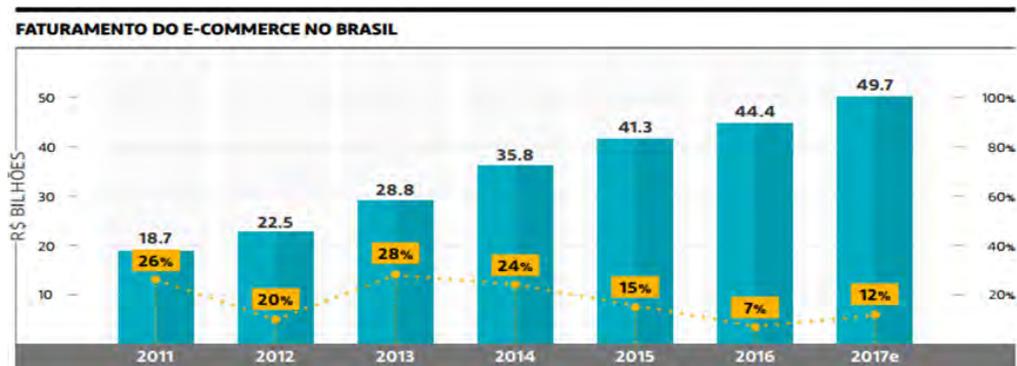
Por fim, conclui-se que o setor de comércio online está em expansão em todos os sentidos. Seja em relação ao faturamento obtido, ticket médio gasto pelo público ou volume de vendas, caracterizando um mercado excelente para a atuação cada vez maior da Lojas Americanas S.A. Nesse sentido, acrescenta-se que, segundo o site e-commerce, a B2W contabiliza 24,4% do mercado de comércio online brasileiro, com ganhos crescentes desse percentual.

Figura 20: Ticket Médio do E-commerce



Fonte: E-bit Informação

Figura 21: Faturamento do E-commerce



Fonte: E-bit Informação

Figura 22: Volume de Pedidos do E-commerce



Fonte: E-bit Informação

6. Estudo de Caso Lojas Americanas

Para a realização do *valuation* é extremamente necessário conhecer a empresa analisada, visto que apesar do passado não garantir o futuro, ele é bastante utilizado como base para formulação de expectativas. Os fundamentos de uma empresa, sua estratégia e projetos, sua capacidade de gestão e nível de governança são fatores essenciais para calcularmos um valor de mercado. Esses aspectos são justamente o que criam valor, ou seja, o que proporciona a uma empresa um valor de mercado superior ao seu valor contábil. Quando se trata de investimentos, a capacidade de gerar resultados futuros pode contribuir até mais do que o caixa atual de uma empresa. Nesse contexto, precisamos conhecer profundamente determinado empreendimento para projetarmos seus resultados potenciais.

6.1. Fatos Relevantes

Antes de enunciarmos os principais acontecimentos históricos que marcaram a trajetória da Lojas Americanas S.A., vale ressaltar que a mesma é umas líderes no mercado varejista brasileiro. Além de possuir quase um século de atuação, o que por si só já ilustra sua tradição, a empresa cresceu exponencialmente na última década e possui filiais em todos os estados do Brasil, sendo uma das maiores empresas do país. Por fim, a Lojas Americanas possui mais de mil estabelecimentos físicos e, com a fundação da B2W, a mesma adentrou no mercado de e-commerce, no qual também disputa pela liderança.

6.1.1 Destaques da linha do tempo

Para a obtenção desses dados para traçar a trajetória ao longo dos anos da Lojas Americanas S.A. foi consultado o R.I da empresa.

1929 - Inauguração empresa na cidade de Niterói, Rio de Janeiro, por *John Lee, Glen Matson, James Marshall e Batson Borger*.

1940 - Abertura do Capital Social, ou seja, a empresa passa a ser listada na Bovespa e ser classificada como Sociedade Anônima.

1994 - Por meio da cooperação econômica com a *Wal-Mart Store Inc* cria-se a *Wal-Mart Brasil S.A.*

1997 - A Lojas Americanas S.A realiza venda de toda sua participação no *Wal-Mart* Brasil S. A.

1999 - Fundação da Americanas.com

2000 - Aumento do capital social da Americanas.com em 33% . Processo realizado pela subscrição de novas ações, que totalizaram US\$ 40 milhões.

2003 - Inauguração do segmento Americanas Express. Muito importante para redução de custos, um dos principais pilares da empresa.

2005 - Joint venture (cooperação econômica) com o Banco Itaú. Cria-se a Financeira Americanas Itaú.

2006 - Criação da B2W, através da fusão da Americanas.com com o Submarino. Nesse ano, a empresa forneceu o direito de 100% de *Tag Along* aos seus investidores ordinários e preferencias. Com essa política de *Tag Along*, ou seja, caso haja uma mudança no controle da gestão empresarial, é garantido a os investidores a mesma oferta de alienação fornecida ao controlador, a empresa visa aumentar seu nível de Governança Corporativa. (Em Agosto de 2017 foi aprovado em Assembleia o objetivo de migração para o nível 1 na classificação de Governança Corporativa, enquanto que a B2W já se enquadra como Novo Mercado, o mais alto nível atual.)

2007 - Aquisição da *Blockbuster* Brasil

2009/2010 - Expansão internacional da B2W com o lançamento do Ingresso.com nos seguintes países: México, Chile e Argentina.

2014 - Lançamento do novo cartão de crédito pela Promotora de Produtos e Serviços Financeiros +AQUi.

6.2 Composição Acionária

Como pode-se observar abaixo, a empresa possui 51,7% do número total em *Free Float*, ou seja, em negociação no mercado, respeitando assim o mínimo exigido de 25% para o Nível I de Governança Corporativa, segmento de classificação que a empresa almeja

integrar.

Figura 23: Composição Acionária

Acionistas/Ações	Ordinárias (unidades)	%	Preferenciais (unidades)	%	Total de Ações (unidades)	%
Controladores	334.101.216	61,9%	313.533.421	29,7%	647.634.637	40,6%
Tobias Cepelowicz	31.343.839	5,8%	-	-	31.343.839	2,0%
Oppenheimer*	-	-	89.591.622	8,5%	89.591.622	5,6%
Tesouraria	-	-	2.300.719	0,2%	2.300.719	0,1%
Free Float	174.563.975	32,3%	650.065.931	61,6%	824.629.906	51,7%
Total	539.943.630	100,0%	1.055.491.693	100,0%	1.595.435.323	100,0%

Fonte: RI da Lojas Americanas S.A.

6.3. Propulsores do Crescimento - Projetos e Expansões

O objetivo dessa sessão é analisar os principais fatores que podem impulsionar a expansão das Lojas Americanas S.A. Para tal, será realizado um breve resumo dos principais projetos em curso.

- **“85 anos em 5 – Somos Mais Brasil”**

Esse projeto, como próprio nome já diz, visa promover um crescimento extraordinário da companhia. O mesmo almeja abrir o total de 800 lojas físicas em um período de 5 anos, mais especificamente entre 2015 e 2019, disseminadas pelo território brasileiro. Para manter a expansão do varejo físico, a companhia pretende abrir 200 lojas somente em 2017. Até o último levantamento, 82 lojas já tinham sido inauguradas e 124 estavam agendadas para lançamento até o final do ano. Como até o dia 31/12/2016 existiam 1.127 lojas em operação, o projeto pretende aumentar em aproximadamente 70% o número total de estabelecimentos físicos.

- **Lojas de Conveniência**

Apesar de já possuir uma meta bem mais tímida, com o objetivo de abrir 10 lojas em 2017, esse projeto mostra a capacidade de adaptação da marca a diferentes conceitos e

demandas. O atendimento desses estabelecimentos é praticamente integral, sendo de 07:00 am até 23:00, e personalizado ao público que o frequenta. A estratégia do projeto é apresentar a diversidade da marca e aumentar ainda mais o lucro obtido.

- **Promotora de Produtos e Serviços Financeiros: +AQUI**

A promotora supracitada visa expandir o crédito de seus clientes para que eles possam consumir mais e gerar mais receita para a marca, através de ambos caminhos: financeiro e produtor. A +AQUI está presente em mais de 300 estabelecimentos e alcançou a marca de 1,3 milhão de cartões Lojas Americanas emitidos. Com maiores disponibilidades de crédito, descontos exclusivos e formas de pagamentos flexíveis, o consumo é estimulado, tanto através do ticket médio de seus clientes, quanto pelas vantagens obtidas pela parceira obtida com os cartões.

- **E-commerce**

Em setembro de 2017 foi inaugurada uma sessão dentro do *app* da americanas.com que fornecia cupons personalizada para os consumidores de acordo com perfil de cada consumidor e o que está habituada a comprar. Além dessa estratégia aumentar a receita via o incentivo ao consumo guiado, a empresa está obtendo cada vez mais dados sobre o seu público, possuindo mais informações para rentabilizá-los de forma mais eficiente.

6.4. Níveis de Endividamento

Conforme exposto na Tabela abaixo, a empresa possui uma dívida líquida de R\$5.554,8 milhões de reais. Apesar de o valor total do caixa ser negativo, é importante analisar a qualidade da dívida, ou seja, o prazo para vencimento das obrigações. Como o prazo médio para vencimento da dívida é de 822 dias, pode-se dizer que a empresa possui dívida de qualidade, concentrada no longo prazo. Somente 25% da dívida possui vencimento no curto prazo, o que proporciona a empresa manter sua saúde financeira ao mesmo tempo que financia os seus projetos. O fator prazo nesse aspecto fornece a empresa um período melhor para gerar caixa para cumprir sus obrigações, o que se torna bastante favorável em momentos de incerteza e recessão econômica.

Figura 24: Endividamentos Lojas Americanas S.A.

R\$ MM	Controladora		Consolidado	
	30/09/2017	30/09/2016	30/09/2017	30/09/2016
Endividamento				
Empréstimos e financiamentos de curto prazo	723,9	550,2	2.668,9	1.082,4
Debêntures de curto prazo	1.461,5	677,1	1.461,5	677,1
Endividamento de Curto Prazo	2.185,4	1.227,3	4.130,4	1.759,5
Empréstimos e financiamentos de longo prazo	3.455,5	2.484,8	7.061,3	5.294,9
Fundo de Investimento em direitos creditórios (FIDC)	348,4	632,0	1.002,7	1.272,9
Debêntures de longo prazo	3.178,1	2.717,1	3.178,1	2.717,1
Endividamento de Longo Prazo	6.982,0	5.833,9	11.242,1	9.284,9
Endividamento Bruto (1)	9.167,4	7.061,2	15.372,5	11.044,4
Caixas e bancos	1.347,3	445,5	2.838,3	654,3
Aplicações financeiras	2.914,1	905,2	5.646,3	2.206,5
Aplicações financeiras (BWU)*	277,4	260,5	-	-
Contas a receber de cartão de crédito / débito	966,4	1.040,6	1.333,2	1.730,0
Disponibilidades Totais (2)	5.505,3	2.651,8	9.817,8	4.590,8
Caixa (Divida) Líquido (2) - (1)	(3.662,2)	(4.409,4)	(5.554,8)	(6.453,6)
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado (últimos 12 meses)	1,7	2,1	2,0	2,4
Prazo Médio de Vencimento da Dívida (em dias)	928	827	822	787

*Aplicações financeiras da BWU [NE 12 (a)]

Fonte: RI da Lojas Americanas S.A.

6.5. Histórico dos Resultados da Lojas Americanas S.A.

Para a realização das projeções e definição das premissas sobre a empresa Lojas Americanas, torna-se necessário analisar suas demonstrações financeiras (DFS) e conhecer o seu comportamento financeiro nos últimos anos. Sendo assim, seguem as principais DFS analisadas e imprescindíveis para a elaboração do *valuation*.

6.5.1 Balanço Patrimonial

Figura 25: Balanço Patrimonial Lojas Americanas S.A.

Descrição da Conta - BP (milhares de reais)	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Ativo Total	20.775.991	20.494.457	16.858.031
Ativo Circulante	11.680.716	12.247.343	10.093.028
Caixa e Equivalentes de Caixa	523.436	1.326.147	951.819
Aplicações Financeiras	3.838.947	4.526.222	3.618.403
Contas a Receber	2.135.944	2.139.820	1.979.527
Estoques	3.688.057	3.445.605	2.897.069
Tributos a Recuperar	787.007	309.428	268.357
Despesas Antecipadas	76.381	66.158	40.019
Outros Ativos Circulantes	630.944	433.963	337.834

Outros	630.944	433.963	337.834
Demais Contas a Receber	630.944	433.963	337.834
Ativo Não Circulante	9.095.275	8.247.114	6.765.003
Ativo Realizável a Longo Prazo	2.572.290	2.111.511	1.690.822
Tributos Diferidos	769.436	478.963	514.944
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	769.436	478.963	514.944
Créditos com Partes Relacionadas	49.824	51.649	50.545
Créditos com Outras Partes Relacionadas	49.824	51.649	50.545
Outros Ativos Não Circulantes	1.753.030	1.580.899	1.125.333
Depósitos Judiciais	314.464	281.876	271.901
Impostos a Recuperar	1.364.946	1.223.125	853.432
Outros	73.620	75.898	0
Imobilizado	2.888.341	2.716.759	2.317.668
Intangível	3.634.644	3.418.844	2.756.513
Passivo Total	20.775.991	20.494.457	16.858.031
Passivo Circulante	7.472.811	7.611.613	6.547.473
Obrigações Sociais e Trabalhistas	113.361	138.055	124.200
Fornecedores	4.546.482	5.316.533	4.628.643
Obrigações Fiscais	306.858	268.932	236.911
Obrigações Fiscais Federais	147.380	133.290	135.895
Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	122.208	92.576	111.628
Cofins	7.410	11.127	5.691
Pis	1.598	2.415	1.277
Outros	16.164	27.172	17.299
Obrigações Fiscais Estaduais	156.947	131.089	97.100
Obrigações Fiscais Municipais	2.531	4.553	3.916
Empréstimos e Financiamentos	1.759.786	1.217.097	966.353
Empréstimos e Financiamentos	1.097.109	856.107	827.952
Debêntures	662.677	360.990	138.401
Outras Obrigações	151.236	140.364	226.230
Outros	151.236	140.364	226.230
Dividendos e JCP a Pagar	115.007	95.373	127.010
Contas a pagar - combinação de negócios	36.229	44.991	99.220
Provisões	595.088	530.632	365.136
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	18.431	8.761	4.659
Outras Provisões	576.657	521.871	360.477
Passivo Não Circulante	10.148.048	9.939.239	7.262.278
Empréstimos e Financiamentos	9.848.732	9.514.223	7.049.027
Empréstimos e Financiamentos	7.155.318	6.440.398	3.778.967
Debêntures	2.693.414	3.073.825	3.270.060
Outras Obrigações	27.646	64.577	20.926
Outros	27.646	64.577	20.926

Impostos, Taxas e Contribuições	251	251	269
Contas a pagar - combinação de negócios	27.395	64.326	20.657
Tributos Diferidos	0	54.509	34.771
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	0	54.509	34.771
Provisões	271.670	305.930	157.554
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	254.190	265.114	97.231
Outras Provisões	17.480	40.816	60.323
Demais Contas a Pagar	17.480	40.816	60.323
Patrimônio Líquido Consolidado	3.155.132	2.943.605	3.048.280
Capital Social Realizado	1.441.673	898.655	868.972
Reservas de Capital	46.142	-185.934	-179.970
Ações em Tesouraria	-44.545	-250.855	-219.812
Reserva de Capital	90.687	64.921	39.842
Reservas de Lucros	482.214	1.014.338	988.445
Reserva Legal	23.095	33.904	21.392
Dividendo Adicional Proposto	0	21.500	6.085
Reserva para Novos Empreendimentos	464.454	971.795	964.041
Ágio em Transações do Capital	-5.335	-12.861	-3.073
Ajustes de Avaliação Patrimonial	20.427	15.285	1.460
Participação dos Acionistas Não Controladores	1.164.676	1.201.261	1.369.373

Fonte: RI das Lojas Americanas

6.5.2 Demonstração de Resultados

Figura 26: DRE Lojas Americanas S.A

Descrição da Conta – DRE (milhares de reais)	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	18.103.512	17.926.155	16.145.669
		-	-
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-12.703.942	12.799.670	11.308.805
Resultado Bruto	5.399.570	5.126.485	4.836.864
Despesas/Receitas Operacionais	-3.361.352	-3.191.743	-3.155.682
Despesas com Vendas	-2.421.179	-2.401.626	-2.476.609
Despesas Gerais e Administrativas	-798.084	-751.248	-564.918
Depreciação e Amortização	-628.002	-529.433	-373.203
Outros	-170.082	-221.815	-191.715
Outras Despesas Operacionais	-142.089	-38.869	-114.155
Outras Despesas Operacionais	-129.289	-23.869	-88.755
Participação de Empregados e Diretores	-12.800	-15.000	-25.400
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	2.038.218	1.934.742	1.681.182
Resultado Financeiro	-2.153.690	-1.659.999	-1.248.931

Receitas Financeiras	892.728	777.411	579.159
Despesas Financeiras	-3.046.418	-2.437.410	-1.828.090
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-115.472	274.743	432.251
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	143.300	-210.269	-77.041
Corrente	-202.936	-209.961	-196.472
Diferido	346.236	-308	119.431
Resultado Líquido das Operações Continuadas	27.828	274.743	355.210
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	27.828	64.474	355.210
Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	211.657	250.249	427.832
Atribuído a Sócios Não Controladores	-183.829	-185.775	-72.622
Lucro por Ação - (Reais / Ação)			
Lucro Básico por Ação			
ON	0,15001	0,17699	0,36147
PN	0,15001	0,17699	0,36147
Lucro Diluído por Ação			
ON	0,14821	0,17505	0,35975

Fonte: RI das Lojas

6.5.3. Demonstração de Fluxo de Caixa

Figura 27: DFC Lojas Americanas S.A

Descrição da Conta	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Caixa Líquido Atividades Operacionais	-1.198.963	710.027	752.678
Caixa Gerado nas Operações	2.244.013	1.965.585	2.020.852
Lucro Líquido do Exercício	27.828	64.474	355.210
Depreciação e Amortização	636.791	541.545	388.358
Valor Residual do Ativo Imobilizado e Investimento Baixados	20.100	32.214	13.083
IR e CSLL Correntes	202.936	209.961	196.472
IR e CSLL Diferidos	-346.236	29.905	-119.431
Juros sobre Créditos	-33.443	-36.777	-25.301
Juros e Variações sobre Financiamentos e demais débitos	1.657.757	1.014.473	1.114.891
Constituição de Provisão para Contingências	66.574	50.770	47.291
Reversão de Provisão para Contingências	-69.026	-21.445	-24.419
Pagamento Baseado em Ações	25.766	25.108	11.710
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	-4.960	2.063	-15.315
Provisão para Perdas nos Estoques	45.487	7.237	15.556
Participação de Empregados e Diretores	12.800	15.000	25.400

Outros	1.639	31.057	37.347
Variações nos Ativos e Passivos	-3.442.976	-1.255.558	-1.268.174
Contas a Receber de Clientes	17.144	-163.476	-190.188
Estoques	-309.918	-582.184	-449.001
Impostos a Recuperar	-619.400	-413.476	-180.240
Despesas Antecipadas	-9.620	-56.887	-3.926
Depósitos Judiciais	-6.715	16.149	-18.525
Demais Contas a Receber	-194.703	-163.850	-76.584
Fornecedores	-760.087	684.339	683.647
Salários e Encargos Trabalhistas	-24.694	13.855	17.139
Impostos, Taxas e Contribuições	-45.917	-35.272	-57.617
IR e CS Correntes	-138.291	-165.131	-159.622
Pagamentos de Contingências	-15.825	-35.440	-58.413
Liquidação de Juros sobre Empréstimos e Debêntures	-1.325.168	-489.016	-859.943
Demais Contas a Pagar	-9.782	134.831	85.099
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-356.998	-2.342.588	-1.492.916
Títulos e Valores Mobiliários	687.275	-901.829	46.015
Imobilizado	-493.610	-705.882	-730.270
Intangível	-550.663	-827.000	-753.189
Alienação de controladas indiretas	0	278.384	0
Aquisição de controladas indiretas	0	-186.261	-55.472
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	753.250	2.006.889	1.268.037
Captação de Empréstimos	1.423.709	3.525.953	1.569.040
Liquidações de Empréstimos	-802.883	-1.265.993	-2.018.277
Captação de Debêntures	300.000	0	950.000
Liquidação de Debêntures	-194.690	-15.365	-410.478
Contas a Receber Plano de Ações	9.395	3.357	9.726
Ágio em Transações de Ações de Controlada	7.526	-9.788	-30.580
Aumento de Capital	34.974	29.683	26.347
Recursos Aporte Não Controladores	149.179	17.663	0
Variação Participação Minoritários	0	0	1.359.178
Dividendos e Participações Pagos	-116.873	-133.095	-137.138
Recompra de Ações de Própria Emissão	-57.087	-145.526	-49.781
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	-802.711	374.328	527.799
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	1.326.147	951.819	424.020
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	523.436	1.326.147	951.819

Fonte: RI das Lojas Americanas

7. Aplicação da Metodologia a Lojas Americana

Através desse capítulo será apresentada a forma de cálculo e a metodologia utilizada para a avaliação da empresa Lojas Americanas S.A. Explicita-se que para a realização desse estudo foi utilizado o método de Fluxo de Caixa Descontado. Entretanto, para uma ilustração mais completa será realizado tanto estudo absoluto via método supracitada, como um estudo relativo por meio de análise de múltiplos.

Por meios dos dados históricos das demonstrações financeiras supracitadas tornou-se possível elaborar o *FCFF (Free Cash Flow to the Firm)* e o *FCFE (Free Cash Flow to Equity)*.

7.1. Comportamento histórico de algumas variáveis

Nessa sessão, será analisado o comportamento de alguns indicadores e sua relação percentual com a receita anual obtida pela firma.

Figura 28: Dados Históricos Relativos a Receita

%Receita/Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Mediana
Receita	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
CMV	51,20%	54,36%	59,85%	59,92%	60,66%	60,35%	61,10%	61,79%	59,36%	59,92%
Lucro Bruto	24,12%	24,33%	27,14%	27,03%	25,93%	26,37%	26,13%	24,75%	25,23%	25,93%
Despesas Operacionais	16,74%	15,68%	15,80%	16,05%	15,53%	16,19%	16,43%	15,22%	15,04%	15,80%
EBIT	7,38%	8,65%	11,34%	10,99%	10,41%	10,18%	9,70%	9,53%	10,19%	10,18%
CAPEX	3,33%	0,84%	2,42%	4,62%	5,50%	16,55%	5,96%	5,12%	1,81%	4,62%
Depreciação	2,29%	1,74%	1,21%	1,36%	1,60%	1,77%	2,02%	2,56%	2,93%	1,77%
Capital de Giro	4,03%	5,30%	8,66%	10,82%	4,48%	3,17%	1,34%	1,30%	5,97%	4,48%

Fonte: Elaboração própria a partir das DFS

Pode-se observar que de 2008 até 2016 a receita bruta adquirida pelas lojas americanas saltou de R\$9.260.000 milhares para R\$21.400.001, apresentando uma taxa de crescimento médio de 11,75% ao ano.

Figura 29: Histórico Receita Bruta

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
Receita Bruta (Milhares)	R\$ 9.260.000	R\$ 10.592.001	R\$ 10.791.001	R\$ 11.732.000	R\$ 13.089.001
	2013	2014	2015	2016	
	R\$ 15.455.001	R\$ 18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	
Taxa de Crescimento Médio	11,75%				

Fonte: Elaboração própria

7.2. Taxa de Crescimento na Perpetuidade

Uma das metodologias utilizada para o cálculo da taxa de crescimento aplicada na perpetuidade é a defendida por Ozório. De acordo com esse método, para chegarmos a esse valor temos que somar a perspectiva de crescimento do PIB com da expectativa do crescimento da inflação do ano entrará em vigência o conceito de perpetuidade.

Dessa maneira, a taxa obtida de crescimento na perpetuidade foi de 6,50% a.a. Sendo 4,0% a.a expectativa do IPCA para 2021 e 2,5% a.a. a esperança para o PIB no mesmo período. Ambos os resultados foram retirados do Sistema de Expectativas do Banco Central.

7.3. Projeções

As projeções foram realizadas de acordo com cada variável e sua representatividade em relação a receita. Em cada subitem será explicado o cálculo utilizado e por fim, será explicado as premissas por trás que sustentam esses resultados.

7.3.1 Receita Bruta

Para o cálculo do valor esperado para 2017, foi realizado a mediana dos 3 trimestres ocorridos até então para a projeção dos últimos três meses. No final, somamos os valores encontrados chegando ao valor total de **R\$ 19.400.000.000,00**.

Figura 30: Projeção Receita Bruta 2017

Período	1T17	2T17	3T17	4T17E	2017E
Receita Bruta (Mil)	R\$ 4.200.000	R\$ 4.800.000	R\$ 5.600.000	R\$ 4.800.000	R\$ 19.400.000

Fonte: Elaboração Própria.

Para os próximos anos de 2018 até 2021, foi utilizada a taxa média de crescimento de 11,75%. A imagem abaixo ilustra os valores das receitas brutas projetadas para cada ano.

Figura 31: Projeção Receita Bruta 2018-2021

Receita (MIL)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.2 CMV (Custo de Mercadoria Vendida)

No que se refere ao custo de mercado de vendida, a metodologia adotada foi calcular o percentual que ele representa da receita em cada ano. Depois foi calculado o percentual médio histórico que foi utilizado para as projeções de 2017 até 2021. As imagens abaixo ilustram os valores encontrados.

Figura 32: CMV histórico

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
CMV (Mil)	R\$ 4.741.300	R\$ 5.757.500	R\$ 6.458.754	R\$ 7.030.109	R\$ 7.939.683
%Receita	51,20%	54,36%	59,85%	59,92%	60,66%
Anos	2013	2014	2015	2016	
CMV (Mil)	R\$ 9.326.423	R\$ 11.308.805	R\$ 12.799.670	R\$ 12.703.942	
%Receita	60,35%	61,10%	61,79%	59,36%	
%Médio	59,92%				

Fonte: Elaboração Própria

Figura 33: Projeção CMV

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita (Mil)	Cresc. 11,75%	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631
CMV (Mil)	59,92%	R\$ 11.624.967	R\$ 12.990.356	R\$ 14.516.723	R\$ 16.222.438	R\$ 18.128.575

Fonte: Elaboração Própria

7.3.3. Lucro Bruto

Assim como no CMV, o lucro bruto foi calculado a partir de seu percentual relativo da receita em cada ano. Depois, encontrou-se o percentual médio histórico no intervalo de 2008 até 2016. Tal taxa foi utilizada para as projeções de 2017 até 2021. As imagens abaixo ilustram os valores encontrados.

Figura 34: Lucro Bruto histórico

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
Lucro Bruto (Mil)	R\$ 2.233.800	R\$ 2.577.500	R\$ 2.928.800	R\$ 3.171.500	R\$ 3.394.378
%Receita	24,12%	24,33%	27,14%	27,03%	25,93%
Anos	2013	2014	2015	2016	
Lucro Brutos (Mil)	R\$ 4.074.749	R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	
%Receita	26,37%	26,13%	24,75%	25,23%	
%Médio	25,93%				

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 35: Projeção Lucro Bruto

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita (Mil)	Cresc. 11,75%	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631
Lucro Bruto (Mil)	25,93%	R\$ 5.031.013	R\$ 5.621.494	R\$ 6.282.020	R\$ 7.020.157	R\$ 7.845.026

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.4. Despesas Operacionais

Dando continuidade metodologia aplicada, encontramos o percentual que as despesas operacionais representam da receita dentro do período histórico adotado com base desse estudo. Posteriormente, encontramos a média desses percentuais e aplicamos a taxa encontrada nas projeções utilizadas até 2021. As imagens abaixo ilustram os valores encontrados.

Figura 36: Despesas Operacionais Histórico

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
Despesas (Mil)	R\$ 1.550.001	R\$ 1.661.001	R\$ 1.704.800	R\$ 1.882.500	R\$ 2.032.400
%Receita	16,74%	15,68%	15,80%	16,05%	15,53%
Anos	2013	2014	2015	2016	
Despesas (Mil)	R\$ 2.502.100	R\$ 3.041.600	R\$ 3.152.900	R\$ 3.219.300	
%Receita	16,19%	16,43%	15,22%	15,04%	
%Médio	15,80%				

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 37: Projeção Despesas Operacionais

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita	11,75%	R\$ 19.400.000.000	R\$ 21.679.500.000	R\$ 24.226.841.250	R\$ 27.073.495.097	R\$ 30.254.630.771
Despesas	15,80%	R\$ 2.871.200.000	R\$ 3.208.566.000	R\$ 3.585.572.505	R\$ 4.006.877.274	R\$ 4.477.685.354

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.5. EBIT

O cálculo do EBIT, um dos nossos principais indicadores, foi realizado através da diferença entre o lucro bruto e despesas operacionais projetadas entre os anos de 2017 e 2021. A imagem abaixo ilustra os resultados encontrados.

Figura 38: Projeção EBIT

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
CMV	59,92%	R\$ 11.624.967.150	R\$ 12.990.356.400	R\$ 14.516.723.277	R\$ 16.222.438.262	R\$ 18.128.574.758
Lucro Bruto	25,93%	R\$ 5.031.012.932	R\$ 5.622.156.952	R\$ 6.282.760.394	R\$ 7.020.984.740	R\$ 7.845.950.447
Despesas Operacionais	14,80%	R\$ 2.871.200.000	R\$ 3.208.566.000	R\$ 3.585.572.505	R\$ 4.006.877.274	R\$ 4.477.685.354
EBIT		R\$ 2.159.812.932	R\$ 2.413.590.952	R\$ 2.697.187.889	R\$ 3.014.107.465	R\$ 3.368.265.093

Fonte: Elaboração Própria

7.3.6. CAPEX

Ao calcularmos a o percentual que o CAPEX representava da receita respectivamente em cada ano, desde 2008 até 2016, encontramos um percentual médio de 4,62%. Tal taxa foi utilizada para o cálculo das expectativas de CAPEX até 2021. As imagens abaixo ilustram os valores encontrados.

Figura 39: Capex Histórico

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
CAPEX (Milhares)	R\$ 308.364,00	R\$ 88.483,00	R\$ 260.808,00	R\$ 542.240,00	R\$ 720.176,00
%Receita	3,33%	0,84%	2,42%	4,62%	5,50%
Anos	2013	2014	2015	2016	
CAPEX (Milhares)	R\$ 1.035.021,00	R\$ 1.103.477,00	R\$ 1.061.422,00	R\$ 387.382,00	
%Receita	6,70%	5,96%	5,12%	1,81%	
%Médio da Receita	4,62%				

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 40: Projeção CAPEX

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita (Mil)	Cresc. 11,75%	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631
CAPEX (Mil)	4,62%	R\$ 896.646	R\$ 1.001.593	R\$ 1.119.280	R\$ 1.250.795	R\$ 1.397.764

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.7. Depreciação

Conforme explicado anteriormente, para o cálculo da depreciação futuras, primeiro calculamos seu valor histórico. Para isso calculamos a mediana de seu percentual relativo a receita desde 2008 até 2016. Encontrado esse valor, utilizamo-lo como base para as expectativas hoje acerca de 2017 até 2021. As imagens abaixo ilustram os valores encontrados.

Figura 41: Depreciação e Amortização Históricas

Anos	2008	2009	2010	2011	2012
D.A(Mil)	R\$ 212.400	R\$ 184.300	R\$ 130.400	R\$ 159.900	R\$ 210.000
%Receita	2,29%	1,74%	1,21%	1,36%	1,60%
Anos	2013	2014	2015	2016	
D.A (Mil)	R\$ 273.000,40	R\$ 373.200,00	R\$ 529.400,00	R\$ 628.000,00	
%Receita	1,77%	2,02%	2,56%	2,93%	
%Médio	1,77%				

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 42: Projeção Depreciação e Amortização

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita (Mil)	Cresc. 11,75%	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631
Depreciação (Mil)	1,77%	R\$ 342.686	R\$ 383.727	R\$ 428.815	R\$ 479.201	R\$ 535.507

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.8. Capital de Giro

Por fim, no último item da nossa projeção adotamos a mesma metodologia dos itens anteriores. Quando calamos a mediana história de 2008 até 2016 encontramos como taxa de 4,88%, que foi utilizado como base para obtermos as projeções do capital de giro entre 2017 e 2021.

Figura 43: Capital de Giro Histórico

	Capital de Giro	%Receita
2008	R\$ 373.635,00	4,03%
2009	R\$ 561.420,00	5,30%
2010	R\$ 934.267,00	8,66%
2011	R\$ 1.269.222,00	10,82%
2012	R\$ 586.325,00	4,48%
2013	R\$ 295.694,00	3,17%
2014	R\$ 247.953,00	1,34%
2015	R\$ 268.892,00	1,30%
2016	R\$ 1.277.519,00	5,97%
	%Médio	4,48%

Fonte: Elaboração Própria.

Figura 44: Projeção Capital de Giro

	Mediana	2017	2018	2019	2020	2021
Receita (Mil)	Cresc. 11,75%	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631
Capital de Giro (Mil)	4,48%	R\$ 869.028	R\$ 971.242	R\$ 1.085.362	R\$ 1.212.893	R\$ 1.355.407

Fonte: Elaboração Própria.

7.3.9. Fluxos de Caixa

Após termos calculado todos os itens para a obtenção do Fluxo de Caixa para Firma, encontramos os valores abaixo para os anos de 2017 até 2021. A imagem abaixo ilustra os cálculos realizados.

Figura 45: Projeção FCFF

<i>Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCFF)</i>	2017E	2018E	2019E
EBIT * (1-IR) [NOPAT]	R\$ 1.302.892.057,83	R\$ 1.592.970.028,15	R\$ 1.780.144.006,45
(-) CAPEX	R\$ 896.646.437,10	R\$ 1.002.002.393,45	R\$ 1.119.737.674,68
(+) Depreciação e Amortização	R\$ 342.685.699,51	R\$ 382.951.269,20	R\$ 427.948.043,33
(+/-) Variação do Capital de Giro	-R\$ 408.491.255,45	R\$ 102.110.759,98	R\$ 44.996.774,13
= FCFF	R\$ 1.157.422.575,69	R\$ 871.808.143,91	R\$ 1.043.357.600,97
<i>Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCFF)</i>	2020E	2021E	
EBIT * (1-IR) [NOPAT]	R\$ 1.989.310.927,21	R\$ 2.223.054.961,16	
(-) CAPEX	R\$ 1.251.306.851,46	R\$ 1.398.335.406,51	
(+) Depreciação e Amortização	R\$ 478.231.938,42	R\$ 534.424.191,18	
(+/-) Variação do Capital de Giro	R\$ 50.283.895,09	R\$ 56.192.252,76	
= FCFF	R\$ 1.165.952.119,08	R\$ 1.302.951.493,07	

Fonte: Elaboração Própria

7.4. Taxa Livre de Risco

Conforme ilustrado na tabela abaixo, a taxa de livre risco utilizada como base de cálculo foi de 2,398%, referente à remuneração oferecida por um *t-bond* norte-americano com vencimento de dez anos, de acordo com o site <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-dates/Pages/TextView.aspx?data=yield>.

Figura 46: Taxa de Risk – Free Brasil

Países	Taxa Livre de Risco
EUA	2,398%

Fonte: Elaboração Própria

7.5. Cálculo do Beta das Lojas Americanas S.A

Para estimar o valor do Beta foram utilizados resultados obtidos de diferentes regressões que parametrizaram a relação entre a variação percentual do IBOV e a variação

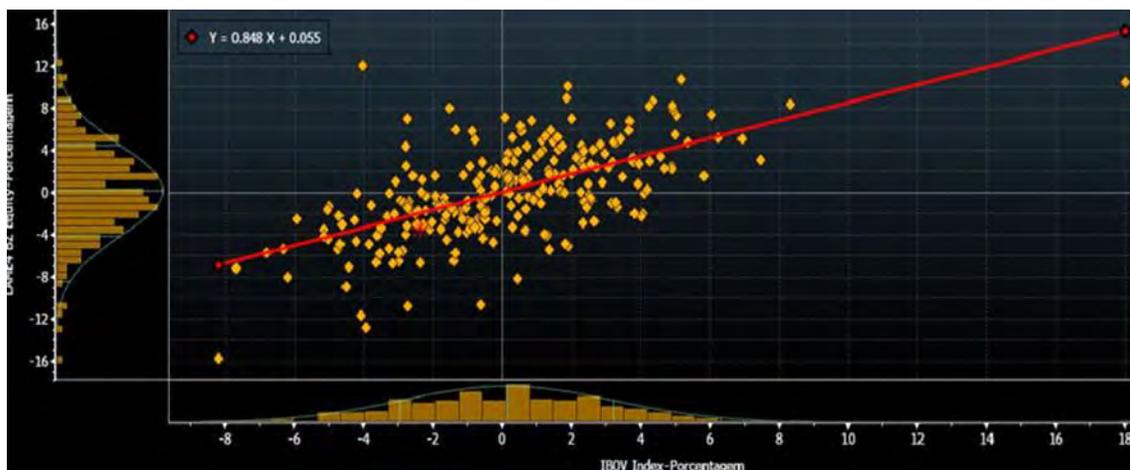
porcentual da Lojas americanas S.A. Nesse sentido, é possível observar que existem dois valores expostos para o beta, sendo um deles bruto e o outro ajustado. O primeiro seria o valor encontrado na realização da regressão, contudo, é necessário destacar que utilizamos como base para esse cálculo valores históricos, não considerando possíveis melhorias da empresa, como redução da alavancagem financeira. Sendo assim, criou-se um beta ajustado que seria obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Bajustado} = 2/3 * \text{Bbruto} + 1/3 * (1,00)$$

Através desse método, objetiva-se contabilizar o efeito de longo prazo de que as empresas tendem a apresentar um beta similar ao do mercado ($\beta = 1,00$) para encontrarmos uma variável mais condizente com a realidade. Sendo assim, será utilizado como base para os cálculos futuros o indicador: beta ajustado.

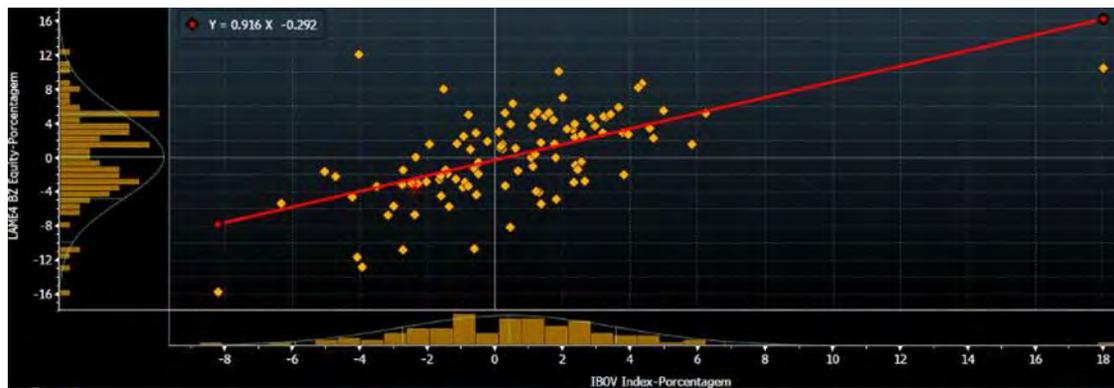
No gráfico abaixo é ilustrada a regressão que considera o período de cinco anos e utilizada dados semanais de ambos ativos. Mesmo com a existência de alguns *outliers*, é possível traçar uma linha de tendência dos resultados.

Figura 47: Dados Semais – 5 anos



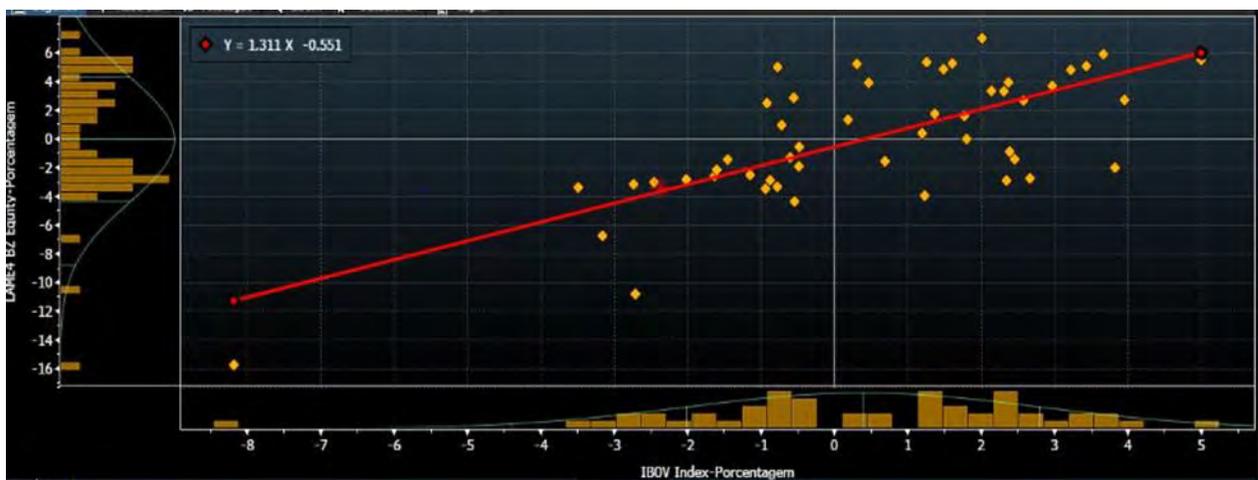
Fonte: Bloomberg

Em um segundo momento, foram utilizados ainda dados semanais dos ativos almeçados. Contudo, observamos variações dentro de um período de dois anos, encontrando, portanto, o seguinte gráfico:

Figura 48: Dados Semanais – 2 anos

Fonte: Bloomberg

Por fim, ainda utilizando dados semanais, a regressão foi realizada para o período de um ano e foi encontrado o seguinte resultado:

Figura 49: Dados Semanais – 1 ano

Fonte: Bloomberg

Para a obtenção do resultado final do Beta foi realizado a média dos valores encontrados acima. Dessa forma, segue valor que será utilizado durante os cálculos:

Figura 50: Periodicidade do Beta

Periodicidade dos dados	Intervalo de Análise	Beta Bruto	Beta Ajustado
Semanal	5 anos	0,848	0,899
Semanal	2 anos	0,916	0,944
Semanal	1 ano	1,311	1,207
	Média	1,03	1,02

Fonte: Elaboração Própria

7.6. Cálculo do Prêmio de Mercado da Lojas Americanas S.A

Através da análise da tabela abaixo pode se observar que o prêmio de risco adotado foi o de 9,477%. Essa métrica foi obtida através do terminal da *Bloomberg* referente ao setor de varejo.

Figura 51: Retorno Mercado

Países	Retorno de Mercado
EUA	9,477%

Fonte: Elaboração Própria.

7.7. Cálculo do Prêmio de Risco Brasil

Para chegarmos ao valor final imputado no custo do capital próprio consultamos o Índice EMBI+ no site do IPEA. Amplamente utilizado e aceito no mercado, a metodologia se baseia na cotação dos títulos de dívida dos países em comparação a taxa livre de risco obtida em um título de dívida norte-americano.

A data-base utilizada foi o dia 13/11/2017, como o índice se mostrou relativamente constante durante os anos, esse se torna um indicador válido para nossa base de cálculo. O índice EMBI+ é relativo ao Brasil é 251 pontos-base, como cada dez pontos-base equivalem a 0,1%, o risco do país seria de 2,51% ao ano.

Fonte: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>

7.8. Custo de Capital Lojas Americanas S.A.

Conforme metodologia citada anteriormente durante a contextualização conceitual, o custo de capital próprio é utilizado para verificar a remuneração que a empresa fornece a seus investidores.

7.8.1 Taxa de Conversão

Antes de obtermos o valor final da taxa de desconto, é necessário realizar ajustes nos dados utilizados na base de cálculo. Como os parâmetros utilizados são referenciados em dólar, se torna necessário corrigir o resultado encontrado para que o mesmo se adeque a realidade brasileira. De forma simplificada, foi utilizado a fórmula de paridade de juros exposta abaixo, ajustado os valores com o nível inflacionário de cada país. Pode-se verificar que a encontrada do IPCA nos últimos 10 anos é de 5,91% ao ano, enquanto que o CPI, índice de preços norte-americano, ficou em atingiu 1,62%.

Após realizar a conta de dividir o fator do IPCA pelo fator do CPI encontra-se o fator de conversão igual a 1,042166896. Esse valor será utilizado para corrigir os resultados obtidos no cálculo de custo de capital.

Figura 52: Conversão Dólar - Real

Fator de Conversão Dólar - Real
$(1+i \text{ US}) / (1+i \text{ BR}) = (1 + \pi \text{ US}) / (1+ \pi \text{ BR})$ <p>Onde: <i>i</i> US é a taxa de juros dos EUA <i>i</i> BR é a taxa de juros Brasil π US é a taxa de inflação nos EUA π BR é a taxa de inflação no BRA</p>

Taxa de IPCA	Anos	Taxa de CPI	Anos
4%	2007	4,08%	2007
6%	2008	0,09%	2008
4%	2009	2,72%	2009
6%	2010	1,50%	2010
7%	2011	2,96%	2011
4%	2012	1,74%	2012
6%	2013	1,50%	2013

6%	2014	0,76%	2014
11%	2015	0,73%	2015
6%	2016	2,07%	2016
Taxa média de IPCA	5,91%	Taxa média de CPI	1,62%

Fator de Conversão Dólar - Real
1,042166896

Fonte: Elaboração própria

7.8.2 Cálculo do Custo de Capital Próprio Lojas Americanas S.A

Para chegar ao Custo de Capital Próprio, é necessário conhecer 5 indicadores: a taxa livre de risco, o beta alavancado, o prêmio de risco do mercado e por fim o prêmio de risco do país. Segue tabela com os dados supracitados:

Figura 53: Cálculo CAPM – Ke

Cálculo do CAPM - Ke	
Taxa Livre de Risco	2,398%
Beta	1,02
Prêmio de Mercado	9,477%
Prêmio de Risco Brasil	2,510%
Ke	12,129%
Ke com fator de Conversão	16,857%

Fonte: Elaboração Própria

Após realização do ajuste, multiplicando a taxa Ke encontrada pelo fator de conversão, obteve- como custo de capital próprio o valor de 16,857% ao ano. Valor esse condizente com o histórico de taxa de juros básica extremamente alta nos últimos anos.

7.8.3 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros Lojas Americanas S.A

O custo de capital de terceiros, ou seja, da dívida de uma empresa, se torna extremamente importante para a Lojas Americanas S.A. visto que a estrutura de capital da empresa se concentra majoritariamente nessa modalidade. Para a obtenção desse valor, foi utilizado o método *Default Spread*.

Nessa metodologia, considera-se o prêmio de risco de um país, a taxa livre de risco e por fim, o nível de obtido pela classificação de rating da companhia específica, conforme fórmula abaixo.

Figura 54: Cálculo KD

$$Kd = TLR + PRP + DSC$$

Onde:

TLR Taxa livre de Risco

PRP Prêmio de Risco País

DSC *Default Spread* da Companhia

Fonte: Elaboração Própria

A tabela abaixo retirada do site do *Damodaran* online, explicita a relação entre rating das companhias e o spread que deve ser adicionado ao Kd. Pode-se observar a correlação negativa entre classificação do rating e o spread fornecido. Isso, pois quanto maior o risco referente àquele estabelecimento, maior será o spread de risco cobrado pelos credores.

Figura 55: Spread

For large non-financial service companies with market cap > \$ 5 billion	
<i>Rating</i>	<i>Spread</i>
Aaa/AAA	0.60%
Aa2/AA	0.80%
A1/A+	1.00%
A2/A	1.10%
A3/A-	1.25%
Baa2/BBB	1.60%
Ba1/BB+	2.50%
Ba2/BB	3.00%
B1/B+	3.75%
B2/B	4.50%
B3/B-	5.50%
Caa/CCC	6.50%
Ca2/CC	8.00%
C2/C	10.50%
D2/D	14.00%

Fonte: Damodaran - http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Como a classificação da empresa Lojas Americanas S.A. pela Fitch National é AA-(BRA), o valor a ser adicionado é de 0,80% na base de cálculo.

Além disso, durante a obtenção do custo de capital de terceiros, foi realizado uma modificação no cálculo do prêmio de risco do país. Conforme a análise da tabela abaixo, pode-se perceber que o Prazo Médio de Vencimento da Dívida nos últimos anos foi de 1044 dias, o que seria aproximadamente 3 anos. Sendo assim, utilizamos variável de risco país média dos últimos 5 anos e não mais o valor atualizado.

Por fim, ao somarmos a Taxa Livre de Risco de 2,40% ao ano com Default Spread da Companhia e com o prêmio de risco do país ajustado, chegamos ao resultado final de custo de Kd 10,739%.

Figura 56: Endividamento

Endividamento (R\$ Milhões)	2013	2014	2015	2016
Empréstimos e financiamentos de curto prazo	527,70	828,00	856,10	1.097,10
Debêntures de curto prazo	220,00	138,40	361,00	662,70
Endividamento de Curto Prazo	747,70	966,40	1.217,10	1.759,80
Empréstimos e financiamentos de longo prazo	4.314,70	3.779,00	5.178,30	5.924,00
Fundo de Investimento em direitos creditórios	-	-	1.262,10	1.231,30
Debêntures de longo prazo	2.631,00	3.270,10	3.073,80	2.693,40
Endividamento de Longo Prazo	6.945,70	7.049,10	9.514,20	9.848,70
Endividamento Bruto (1)	7.693,40	8.015,50	10.731,30	11.608,50
Caixas e bancos	424,00	951,80	1.326,10	523,40
Aplicações financeiras	3.664,40	3.618,40	4.526,20	3.838,90
Contas a receber de cartão de crédito / débito	1.644,20	1.800,10	2.042,50	2.047,80
Disponibilidades Totais (2)	5.732,60	6.370,30	7.894,80	6.410,10
Caixa (Dívida) Líquido (2) - (1)	- 1.960,80	- 1.645,20	- 2.836,50	- 5.198,40
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado (últimos 12 meses)	1,1	0,8	1,1	1,9
Prazo Médio de Vencimento da Dívida (em dias)	1139	1090	998	804
Prazo Médio de Vencimento da Dívida	Média do risco país - 5 anos			
1044	3,06%			

Fonte: Elaboração Própria

Figura 57: Kd com Conversão

Custo de Capital terceiros	
TLR	2,40%
PRP	3,06%
DSC	0,80%
Kd = TLR + PRP+ DSC	
Kd	6,258%
Fator de Conversão Dólar - Real	
1,04216689628	
Kd com Conversão	10,739%

Fonte: Elaboração Própria

7.8.4. Cálculo do WACC Lojas Americanas S.A e Valor Presente

Conforme explicado anteriormente, o WACC é obtido através do cálculo da média ponderada dos custos dos diferentes componentes do financiamento, com seus respectivos

pesos. Para melhor compreensão, segue tabela que explica como chegamos ao resultado final de 9,18%.

Figura 58: WACC

Cálculo do WACC	
t	34%
Dívida = Capital de Terceiros 2016	11.608,50
PL = Capital Próprio 2016	3.155,20
Valor = Capital de Terceiros + Capital Próprio	14.763,70
D/V	0,79
PL/V	0,21
Custo de Capital Próprio	16,857%
Custo de Capital de Terceiros	10,739%
$WACC = K_e \times (PL/V) + K_D \times (1-t) \times (D/V)$	
WACC	9,18%

Fonte: Elaboração Própria

Como os fluxos de caixa são para anos diferentes indo de 2017 até 2021, temos que encontrar o fator de desconto para cada ano. Para isso, basta realizar a seguinte fórmula.

Figura 59: Fator WACC

$$\text{Fator} = (1 + WACC)^n$$

n = Número de anos depois da data base

Fonte: Elaboração Própria

Desse modo, foram encontrados os fatores que foram utilizados para descontar os FCFF, encontrando o Valor presente para cada ano. Posteriormente, foi realizado o somatório de todos os valores presentes dos FCFF, encontrado o valor acumulado de R\$4.249.714.144,00.

Figura 60: FCFF Acumulado

Ano	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
FCFF	R\$ 1.157.422.576	R\$ 871.808.144	R\$ 1.043.357.601	R\$ 1.165.952.119	R\$ 1.302.951.493
Valor Presente	R\$ 1.056.235.240	R\$ 731.365.958	R\$ 801.685.289	R\$ 820.556.247	R\$ 839.871.411
Acumulado	R\$ 4.249.714.144				

Fonte: Elaboração Própria

Figura 61: Projeções do Fator de WACC

Ano	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Fator	1,0958	1,1920	1,3015	1,4209	1,5514
WACC	9,18%				

Fonte: Elaboração Própria

7.8.5. Perpetuidade e Valor por ação

Para encontrar o valor de perpetuidade é necessário multiplicar o último fluxo de caixa da projeção, no caso o FCFE 2021E, pelo fator da taxa de crescimento na perpetuidade e posteriormente, dividir esse produto pela diferença entre a taxa g e o WACC. O valor encontrado foi de R\$ 51.777.736.571,68. Contudo, para podermos utilizar esse resultado no cálculo do preço da ação, temos que trazê-lo a valor presente. Para tal é necessário dividir a perpetuidade pela taxa de desconto do quinto ano, encontrando assim o valor de R\$33.375.487.025,41.

Figura 62: Perpetuidade

Perpetuidade	
FCFE 2021	R\$ 1.302.951.493,07
Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)	6,50%
WACC	9,18%
Resultado	R\$ 51.777.736.571,68
Valor Presente da Perpetuidade	R\$ 33.375.487.025,41

Fonte: Elaboração Própria

Como já é sabido o valor presente acumulado dos FCFE ao longo dos 5 anos de projeção, assim como o valor presente da perpetuidade e a dívida líquida atual da empresa, para calcular o valor por ação basta realizar a conta descrita abaixo. O valor por ação encontrado na realização desse *valuation* para Lojas Americanas S.A foi de R\$20,08.

Figura 63: Cálculo do Preço por Ação

$$\frac{(\text{Valor Presente Acumulado} + \text{Valor Presente Perpetuidade} - \text{Dívida Líquida})}{\text{Número total de ações}}$$

Valor Presente Acumulado	R\$	4.249.714.144
Valor Presente Perpetuidade	R\$	33.375.487.025
Dívida Líquida	R\$	5.554.800.000
Resultado	R\$	32.070.401.169
Número de Ações		1.597.314.140
Valor por Ação	R\$	20,08

Fonte: Elaboração Própria

8.0 - Análise Relativa – Aplicando a Análise por Múltiplos

8.1 P/L – Retorno do investimento

Para cálculo do múltiplo P/L, o primeiro passo a se realizar é calcular o lucro líquido por ação (LPA). Para isso, basta dividir o lucro líquido encontrado no exercício pelo o número total de ações emitidas pela companhia.

Posteriormente, devemos dividir o preço da ação pelo LPA, encontrando o resultado almejado. Teoricamente, caso uma empresa apresente ao longo dos anos de exercício o resultado líquido constante e repassado para o investidor da mesma forma, esse indicador indicaria o número de anos necessário para o retorno do investimento realizado.

Seguem os resultados obtidos para as empresas analisadas:

Lojas Americanas – 119,20

Lojas Renner – 35,77

Via Varejo – 503,77

Guararapes – 19,26

Na análise desse múltiplo vale destacar dois pontos: o alto nível do índice como um todo e o valor explosivo da Via Varejo. O primeiro aspecto se deve pois 2016 foi um ano de fraco desempenho das empresas, devido ao cenário macroeconômico de juros e inflação alta, recessão e instabilidade política. Em relação ao segundo fato levantado, na análise de múltiplos não consideramos valores negativos devido à grande volatilidade que o índice poderá apresentar em resultados futuros. Entretanto, múltiplos mais altos podem indicar pontos positivos como: alta perspectiva de crescimento, ou seja, potencial de expansão alto daquela empresa, que pode vir a apresentar lucros maiores nos próximos exercícios ou baixo risco atrelado aquele negócio, o que tornaria o retorno mais aceitável no longo prazo. Ambos fatores podem tornar uma empresa com múltiplo elevado mais interessante.

Todavia, se compararmos unicamente os valores encontrados nesses índices, pode-se dizer que a empresa Guararapes se torna mais atrativa, visto que quanto menor o valor desse parâmetro mais rápido você irá reaver o seu investimento inicial. Essa análise se aplicaria

sob o conceito *ceteris paribus* e caso a comparação seja feita entre empresas perfeitamente comparáveis.

8.2 P/VPA – Valor de Mercado x Valor Contábil

Esse múltiplo é de grande importância, visto que ele compara o valor de mercado, ou seja, a cotação em bolsa de uma empresa, com seu valor contábil constante no Balanço Patrimonial. É importante ressaltar que são duas valorações diferentes para a mesma companhia.

Para calcular o Valor Patrimonial por Ação (VPA) de um empreendimento, deve-se obter o valor contábil do Patrimônio Líquido (PL) e dividir pelo número total de ações imitadas. Por outro lado, o preço seria o seu valor cotado em bolsa.

Seguem os resultados obtidos para as empresas analisadas:

Lojas Americanas – 4,50

Lojas Renner – 9,14

Via Varejo – 10,11

Guararapes – 2,59

Os resultados encontrados são condizentes com a teoria que explica que geralmente o valor de mercado é superior ao valor contábil. Como o Brasil é um país em desenvolvimento, e apesar de ter passado por uma recessão, tem espaço para crescimento de sua economia por um tempo razoável, o seu valor de mercado é pautado nas expectativas dos fluxos de caixa futuros, que possuem em médio alto potencial. Dessa forma, se torna natural que o valor de mercado de uma companhia seja maior do que seu valor contábil.

A análise dos resultados deve considerar dois pontos de vistas que impedem esse índice de ser observado separadamente. É necessário verificar se os altos valores encontrados decorrem da expectativa positiva em relação ao futuro da empresa ou se o mercado está sobreprecificando a ação, o que implicaria numa realização no curto, médio prazo. No primeiro caso, a recomendação seria de compra para a empresa; no segundo, de venda.

8.3 EV/Ebitda

Através desse múltiplo é possível estabelecer uma relação entre o Valor da Firma e sua geração de Caixa Operacional. Para obter o *Enterprise Value* (EV) é necessário multiplicar o número total de ações emitidas pela cotação de mercado e somar com sua dívida líquida. Dessa forma, estaremos contabilizando as principais fontes de recursos que a empresa possui para financiar suas atividades. Por outro lado, o EBITDA é conhecido através das DF's divulgadas e ilustra quanto a empresa gera de lucro antes de efeitos fiscais e financeiros, sendo um fluxo de caixa que ainda será utilizado para remunerar credores e acionistas.

Por meio desse indicador é possível verificar a relação entre a capacidade de uma empresa em gerar valor através unicamente de suas atividades operacionais e o seu valor como empreendimento. O mesmo se torna importante ao permitir que empresas com resultados líquidos (LL) negativos sejam analisadas com maior precisão.

Seguem os resultados obtidos para as empresas analisadas:

Lojas Americanas – 9,97x

Lojas Renner – 18,04x

Via Varejo – 16,74x

Guararapes – 10,23x

Ao compararmos unicamente os valores encontrados nesses índices, a Lojas Americanas representaria uma empresa mais atrativa, visto que apresenta o menor o valor desse parâmetro. Nesse caso aqui a justificativa se tornaria similar ao múltiplo P/L, visto que ambos apresentam uma análise similar, contudo utilizando indicadores diferentes.

Figura 64: Múltiplos Empresas

Lojas Americanas 2017	
Ebitda	R\$ 2.545.600.000
Lucro Líquido	R\$ 208.500.000
Preço	R\$ 15,56
Patrimônio Líquido	R\$ 5.529.200.000
Ebitda/LL	12,21
P/VPA	4,50
P/L	119,20
ROE	3,77%
EV	R\$ 25.374.048.018
EV/EBITDA	9,97
LPA	0,13
VPA	3,462
Número de Ações	1.597.314.140

Via varejo 2017	
Ebitda	R\$ 1.489.000.000
Lucro Líquido	R\$ 57.000.000
Preço	R\$ 22,20
Patrimônio Líquido	R\$ 2.836.000.000
Ebitda/LL	26,12
P/VPA	10,11
P/L	503,16
ROE	2,01%
EV	24.923.998.781
EV/EBITDA	16,74
LPA	0,04
VPA	2,20
Número de Ações	1.291.891.837

Lojas Renner 2017	
Ebitda	R\$ 1.440.113.000
Lucro Líquido	R\$ 700.678.000
Preço	R\$ 35,15
Patrimônio Líquido	R\$ 2.742.413.000
Ebitda/LL	2,06
P/VPA	9,14
P/L	35,77993973
ROE	25,55%
EV	R\$ 25.979.216.612
EV/EBITDA	18,04
LPA	0,98
VPA	3,85
Número de Ações	713.235.181

Guararapes 2017	
Ebitda	R\$ 1.031.296.000
Lucro Líquido	R\$ 495.736.000
Preço	R\$ 153,00
Patrimônio Líquido	R\$ 3.688.866.500
Ebitda/LL	2,08
P/VPA	2,59
P/L	19,26
ROE	13,44%
EV	R\$ 10.553.800.000
EV/EBITDA	10,23
LPA	7,94
VPA	59,12
Número de Ações	62.400.000

Fonte: Elaboração própria

9. Uma breve Análise de Sensibilidade

Nesse capítulo, analisamos brevemente o comportamento da margem bruta em relação a variações do Lucro Bruto e como essas flutuações afetariam o preço-alvo da empresa. Essa análise se torna importante pois a empresa incorre um risco de redução de lucro bruto com a adição de novas lojas físicas, fato decorrente tanto pela saturação do mercado quanto dos custos relacionados aos espaços físicos que poderiam ser evitados no ambiente online, por exemplo. Apesar de acreditar que a empresa não se encontra nesse estado, segue uma análise do que poderia ocorrer nesse cenário.

A figura 65 abaixo ilustra possíveis variações na taxa de crescimento médio de lucro bruto aplicado nas projeções. Na primeira tabela, é possível verificar os resultados encontrados anteriormente ao longo do estudo e nas tabelas abaixo verificamos o que ocorreria caso essa taxa de crescimento variasse.

Figura 65: Variações do Lucro Bruto

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.031.013	R\$ 5.621.494	R\$ 6.282.020	R\$ 7.020.157	R\$ 7.845.026	8,03%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	25,93%	25,93%	25,93%	25,93%	25,93%	25,93%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.723.576	R\$ 6.066.991	R\$ 6.431.010	R\$ 6.816.871	R\$ 7.225.883	6,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	29,50%	27,98%	26,54%	25,18%	23,88%	26,54%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.669.580	R\$ 5.953.059	R\$ 6.250.712	R\$ 6.563.248	R\$ 6.891.410	5,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	29,22%	27,46%	25,80%	24,24%	22,78%	25,70%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.615.584	R\$ 5.840.207	R\$ 6.073.816	R\$ 6.316.768	R\$ 6.569.439	4,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	28,95%	26,94%	25,07%	23,33%	21,71%	25,26%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.561.588	R\$ 5.728.436	R\$ 5.900.289	R\$ 6.077.297	R\$ 6.259.616	3,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	28,67%	26,42%	24,35%	22,45%	20,69%	24,84%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.507.592	R\$ 5.617.744	R\$ 5.730.099	R\$ 5.844.701	R\$ 5.961.595	2,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	28,39%	25,91%	23,65%	21,59%	19,70%	24,42%

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Lucro Bruto
R\$ 4.836.900	R\$ 5.126.500	R\$ 5.399.600	R\$ 5.453.596	R\$ 5.508.132	R\$ 5.563.213	R\$ 5.618.845	R\$ 5.675.034	1,00%
R\$18.508.000	R\$ 20.715.000	R\$ 21.400.001	R\$ 19.400.000	R\$ 21.679.500	R\$ 24.226.841	R\$ 27.073.495	R\$ 30.254.631	Margem Bruta
26,13%	24,75%	25,23%	28,11%	25,41%	22,96%	20,75%	18,76%	24,01%

Fonte: Elaboração Própria

Figura 66: Relação Margem Bruta e Preço Alvo

Margem Bruta	Preço
25,93%	20,06
26,54%	13,52
25,70%	9,72
25,26%	6,06
24,84%	2,54

Fonte: Elaboração Própria

10. Conclusão

10.1. Resultados pretendidos e Análise Final

Antes de realizar o estudo, esperava-se encontrar uma estimativa precisa acerca do valor da empresa Lojas Americanas S.A, utilizando para tal a metodologia Fluxo de Caixa para a Firma. O objetivo do trabalho seria estabelecer um preço-alvo para ação em questão para o ano de 2018 e comparar com os seus pares de mercado através da análise de múltiplos.

Posteriormente, ao chegar ao fim do valuation das Lojas Americanas chegamos a um resultado condizente com o que era pretendido. Além do embasamento obtido pelas premissas, o preço-alvo desse estudo, R\$ 20,08 ficou próximo ao target do mercado de R\$ 20,68, de acordo com o Broadcast.

Por fim, além da precificação da empresa de ter sido bem sucedida, destaca-se os principais fatores que foram considerados para tal: a recuperação da conjuntura macroeconômica, o projeto de expansão das lojas físicas 85 anos em 5 e o crescimento constante do comércio varejista. De acordo com a análise, a empresa possui fundamentos consolidados e ambientes interno e externo favoráveis a sua expansão, caracterizando-a como oportunidade atrativa de investimento.

Bibliografia

ALEXANDRE PÓVOA. **Valuation - Como precificar ações**, Elsevier, 2012.

CAVALCANTE, F. **Mercado de Capitais**, Elsevier Brasil, 1993.

COPELAND, T. et al. **Avaliação de Empresas – Valuation**, Makron Books, 2002

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**

ROSS, STEPHEN; WESTERFIELD, RANDOLPH; JAFFE, JEFFREY – **Administração financeira – Corporate Finance**

MARTELANC, R. **Utilização de Metodologias de Avaliação de empresas: Resultados de uma pesquisa no Brasil**. São Paulo, 2005.

Página da internet do Valor Econômico. Disponível:

<http://www.valorebrasil.com.br/wp-content/uploads/2017/07/EBITDA-1.png>]

Página da internet de Modelos Financeiros. Disponível:

http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/avaliacao_de_empresas_-_renner.pdf

Página da Internet do Aswath Damodaran. Disponível em:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Página da Internet do Banco Central de Brasil. Disponível em:

<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20171110.pdf>

Página da internet da BM&F Bovespa. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br>

Página da Internet da ADVFN. Disponível em:

<https://br.advfn.com/indicadores/taxa-selic>

Página da internet do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/>. Acesso em Dezembro de 2014.

Página na internet do IPEADATA. Disponível em:

<http://www.ipeadata.gov.br>.

Página na internet do RI das Lojas Renner S/A. Disponível em:

http://www.mzweb.com.br/renner/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28.