

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM

ESTUDO DE CASO: EMPRESA DE VAREJO

Raíla Marcondes de Lima e Silva Sousa

1012922

Orientadora: Marcos Martins Pinheiro

Junho de 2014

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM
ESTUDO DE CASO: EMPRESA DE VAREJO

Raíla Marcondes de Lima e Silva Sousa

1012922

Orientadora: Marcos Martins Pinheiro

Junho de 2014

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.

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

SUMÁRIO:

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO 1 – Apresentação dos Principais Modelos de Avaliação

1.1. Fluxo de Caixa Descontado.....	8
1.1.1. Fluxo de Dividendos.....	8
1.1.2. Fluxo de Caixa do Acionista.....	9
1.1.3. Fluxo de Caixa da Empresa.....	11
1.2. Modelo de Avaliação por Múltiplos.....	12

CAPÍTULO 2 – Aprofundamento do Modelo de Fluxo Descontado da Empresa

2.1. Projeções Fluxo de Caixa.....	14
2.2. Aprofundamento Taxa de Desconto	15
2.2.1. Custo do Capital Próprio.....	16
2.2.1.1. Taxa Livre de Risco.....	16
2.2.1.2 Coeficiente Beta.....	16
2.2.1.3. Prêmio de Risco.....	17
2.2.2. Custo Capital de Terceiros.....	17
2.3. Valor da Perpetuidade.....	18

CAPÍTULO 3 – Estudo de Caso – Valuation Empresa de Varejo

3.1. Análise do Setor de Varejo.....	20
3.2. Descrição da Empresa.....	21
3.3. Histórico dos Resultados da Empresa.....	23
3.4. Projeções dos Resultados da Empresa.....	24
3.5. Estimativa da Taxa de Desconto.....	27
3.5.1. Custo do Capital Próprio (Ke).....	27

3.5.2. Custo do Capital de Terceiros (K_d).....	28
3.5.3. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).....	28
3.6. Resultados Encontrados.....	29
CONCLUSÃO.....	32
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fluxo de caixa do acionista.....	10
Tabela 2 - Fluxo de caixa da empresa.....	11
Tabela 3 - Balanços patrimoniais.....	23
Tabela 5 - Demonstrativo de resultado.....	24
Tabela 6 – Receita líquida.....	24
Tabela 7 – Custo do produto.....	25
Tabela 8 – Despesas operacionais.....	25
Tabela 9 – Imposto de renda.....	25
Tabela 10 – Depreciação.....	25
Tabela 11 – Investimento.....	26
Tabela 12 – Capital de giro.....	26
Tabela 13 – Calculo do Beta.....	26
Tabela 14 - Fluxo de caixa da empresa.....	26
Tabela 15 – Beta empresas comparáveis.....	28
Tabela 16 - Custo do capital próprio (K_e).....	28
Tabela 17 - Custo do capital de terceiros (K_d).....	28
Tabela 18 - Estrutura de capital.....	29
Tabela 19 – WACC.....	29
Tabela 20 - Fluxo Valor presente do fluxo projetado.....	30
Tabela 21 – Perpetuidade.....	30
Tabela 22 - Valor da empresa.....	30
Tabela 23 - Valor de mercado da Companhia.....	31

INTRODUÇÃO

No mundo empresarial a busca por métodos financeiros para minimizar a incerteza nas transações econômicas, sendo elas aquisições, fusões e decisão de investimento, se tornou recorrente. Esse projeto tem por objetivo apresentar as principais metodologias utilizadas atualmente pelos empresários para cumprir tais objetivos apresentados.

Os métodos de avaliação buscam se aproximar do valor justo do ativo avaliado. Porém, além dos métodos representarem apenas uma estimativa do valor justo do ativo, os dados divulgados pelas empresas e o estágio que a empresa se encontra podem aumentar a incerteza na avaliação. No caso empresas no estágio inicial, em geral, tem crescimentos muito altos, e prever o período de maturidade dessas empresas pode representar um desafio a mais na avaliação.

As empresas interessadas em captar o maior número de investidores buscam aprimorar a base dos resultados divulgados. No Brasil, as empresas de capital aberto, são obrigadas a divulgar seus resultados, devidamente auditados e com periodicidade, permitindo assim que o investidor se sinta mais seguro quanto a decisão de investimento. A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, é responsável pela fiscalização das informações divulgadas pelas empresas de capital aberto, sendo uma instituição considerada forte no Brasil, os dados aprovados por ela são de extrema confiança.

O objetivo geral deste trabalho é apresentar os principais modelos utilizados para avaliação do valor de uma empresa (*valuation*), identificando suas principais aplicações. Para aprofundar o estudo será realizada a análise de uma empresa de capital aberto, devido à disponibilidade de um histórico confiável divulgado trimestralmente.

No capítulo um serão apresentados os principais modelos de avaliação utilizados atualmente, sendo eles, o fluxo de caixa descontado, modelo de avaliação por múltiplos e modelo de avaliação por opções reais.

No capítulo dois será aprofundado o modelo do fluxo de caixa descontado, citado pela literatura como sendo o mais utilizado em avaliações de empresas,

principalmente para mensurar o desempenho das ações no mercado acionário, como consequência, para decisões de fusões, aquisições e investimentos empresariais.

No capítulo três é apresentado o estudo de caso da Companhia Brasileira de Distribuição S.A., Grupo Pão de Açúcar, após uma breve apresentação da empresa, com a demonstração do resultado histórico, as projeções e premissas utilizadas para a avaliação da mesma.

Na conclusão do trabalho é apresentado o valor encontrado no estudo de caso da companhia em questão e um breve comentário sobre sua situação atual no mercado.

CAPÍTULO 1: APRESENTAÇÃO DOS PRINCIPAIS MODELOS DE AVALIAÇÃO

Em Damodaran (2007) destacam-se três modelos para avaliação de uma empresa: avaliação por fluxos de caixa descontados, por múltiplos e por opções reais. Como os modelos mais utilizados para avaliação são: o fluxo de caixa descontado e por múltiplo, apenas esses serão abordados no trabalho. O modelo por opções reais é pouco utilizado no mercado, ele por complementa a análise por fluxo de caixa descontado, acrescentando o valor presente líquido da opção ao valor presente líquido do projeto.

I.1. Fluxo de Caixa Descontado

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado (*discounted cash flow* – DCF), o valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa da empresa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que reflita adequadamente o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento, sendo assim, o valor da empresa se dá pela expectativa de rendimentos futuros, ao invés de ser pelo seu passado ou pelo custo de aquisição dos ativos utilizados na produção.

Conforme Soute et al., (2008) o fluxo de caixa descontado pode ser analisado sob três principais enfoques: fluxo de dividendos, fluxo de caixa do acionista e fluxo de caixa da empresa.

1.1.1 Fluxo de Dividendos

Os investidores compram ação esperando que o ativo seja apreciado e gere dividendos. Sendo assim, o preço justo da ação pode ser definido em relação ao valor presente dos dividendos futuros que serão descontados a uma taxa de retorno exigida sobre o patrimônio líquido. Este modelo sugere que o dividendo depende em parte dos ganhos atuais da empresa, em parte nas projeções de pagamento de dividendos e do plano de investimento da companhia. A probabilidade de um aumento na taxa de dividendo é maior quanto maiores forem os ganhos atuais da companhia e menores quanto menores forem os ganhos da companhia.

O valor da ação no modelo de dividendos descontados é definido por:

$$Preço da Ação = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

r_e = Custo do Capital Próprio

D_t = Dividendos Esperados

Como os dividendos não podem ser projetados infinitamente é preciso estabelecer uma perpetuidade, para tal os dividendos são projetados por uma taxa de crescimento perpétua definido por:

$$\text{Valor da perpetuidade} = \frac{DPS_1}{K_e - g}, \text{ onde:}$$

DPS 1 = Dividendos esperados no final do primeiro ano da perpetuidade;

K_e = Taxa de retorno do acionista;

g = Taxa de crescimento perpétuo dos dividendos.

O modelo de desconto de dividendos é considerado o mais realista dentre os modelos de avaliação. O modelo pode ser utilizado também em casos de avaliação de empresas de baixos índices *payout*, ou seja empresas que pagam poucos dividendos, ou de empresas que não pagam dividendos. Segundo Damodaran (2007), no primeiro caso, a avaliação seria conduzida ajustando o índice *payout* para refletir as mudanças na taxa de crescimento esperada e no segundo caso, empresas que não pagam dividendos, a análise pode ser feita com base nos dividendos esperados quando a taxa de crescimento declinar.

1.1.2 Fluxo de caixa do Acionista

Segundo Póvoa (2007), o fluxo de caixa do acionista (*Free Cash Flow to the Equity*– FCFE), também é chamado de fluxo de caixa do patrimônio líquido e contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os acionistas, após o pagamento das necessidades de desembolso de capital e de juros aos credores.

A taxa de crescimento da perpetuidade será utilizada nas projeções dos fluxos de caixa. Em muitos casos ela é definida com base na média de crescimento histórico registrada pela empresa. Para isso deve-se utilizar um período longo para que a taxa não reflita momentos de pequenas oscilações. Também devem ser consideradas as

perspectivas de crescimento que a própria empresa possui e previsões para o setor, por exemplo, plano de investimento da companhia e planos governamentais de incentivo para o setor que a companhia se insere.

Depois da projeção dos fluxos de caixa, é preciso determinar a taxa de desconto que será utilizada. Neste trabalho foi utilizada para a avaliação será o custo de capital próprio pelo modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM), onde:

$$Er_i = r_f + \beta (r_m - r_f) , \text{ sendo:}$$

Er_i = Retorno esperado sobre ativo i;

r_f = Taxa livre de risco;

β = Índice beta;

r_m = Retorno esperado de mercado.

O modelo de fluxo de caixa do acionista pode ser descrito da seguinte forma:

Tabela 1 – Fluxo de caixa do acionista

FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA
Receita Líquida
(-) Custo do Produto Vendido e Despesas
(=) LAJI (Lucro Antes de Juros e Imposto)
(-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSL)
(=) LAJI * (1 - alíquota IR)
(+) Depreciação
(-) Investimentos
(-) Variação do Capital de Giro
(-) Despesas Financeira * (1 - alíquota de IR)
(=) Novas dívidas
(=) Fluxo de Caixa do Acionista

Nas contas acima apresentadas, a depreciação representa o custo ou a despesa pelo desgaste do imobilizado, podendo ser ele máquinas, equipamentos ou veículos. A

base de cálculo para o valor da depreciação é o custo da aquisição do mesmo. O governo brasileiro possibilita que o valor da depreciação seja descontado, de acordo com parâmetros acordados por ele, da base de cálculo do imposto de renda.

Os investimentos da empresa podem ser divididos em: investimento de manutenção e investimento de expansão. O primeiro se refere ao investimento necessário para manter em funcionamento as operações da empresa, geralmente ele ocorre para repor a depreciação do imobilizado. O segundo se refere ao investimento que aumenta a capacidade de produção da empresa.

O capital de giro é o recurso utilizado para sustentar as operações diárias da companhia, representa a diferença entre o ativo circulante, expurgando o caixa, e o passivo circulante, expurgando financiamentos de curto prazo. O volume de capital de giro utilizado por uma empresa depende de seu volume de vendas, de sua política de crédito comercial e do nível de estoques que ela precisa manter.

1.1.3 Fluxo de caixa da Empresa

O fluxo de caixa líquido para a empresa (FCLE), também chamado de saldo líquido para a empresa, é o valor que uma Companhia obteve de rendimento anual. O FCLE se baseia em um conceito como o do lucro, porém em regime de caixa e não de competência. Assim esse fluxo é dado por:

FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA

Receita Líquida

(-) Custo do Produto Vendido e Despesas

(=) LAJI (Lucro Antes de Juros e Imposto)

(-) Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSI)

(=) LAJI * (1 - alíquota IR)

(+) Depreciação

(-) Investimentos

(-) Variação do Capital de Giro

(=) Fluxo de Caixa da Empresa

Os parâmetros do modelo de fluxo de caixa da empresa como depreciação, capital de giro e investimentos, são os mesmos apresentados na metodologia anterior.

A taxa de desconto irá englobar o custo do capital próprio e o custo da dívida, e será utilizada para trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente. Estabelece-se uma média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento da empresa. Essa média é definida pelo WACC – *Weighted Average Cost of Capital*.

$$WACC = \frac{E}{V} K_e + \left[\frac{D}{V} K_d (1 - t) \right], \text{ onde:}$$

E = Valor de mercado do patrimônio líquido;

D = Valor de mercado da dívida;

V = D + E;

K_e = Custo do patrimônio líquido;

K_d = Custo da dívida;

t = Alíquota de imposto de renda.

1.2. Modelo de Avaliação por Múltiplos

O modelo de avaliação por múltiplos, também conhecido como modelo de avaliação relativa é definido por Damodaran (2007) como sendo um modelo cujo valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados por uma variável comum.

Há dois principais componentes para a avaliação relativa. O primeiro deles é a noção de empresas comparáveis, com fatores como risco e crescimento similares. O segundo é o preço padronizado.

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 183) a vantagem da avaliação por múltiplos decorre de: “a simplicidade, a rapidez na precificação e novas informações e a necessidade de poucas informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos”.

A desvantagem ao usar esse método com base em empresas comparáveis é a incorporação de erros (de super ou subvalorização) que o mercado pode estar cometendo ao avaliá-las. Na avaliação relativa, se uma ação parecer barata ou cara em relação ao grupo ao qual a comparamos podemos estar fazendo um julgamento errado ao acreditar que essa comparação é suficiente para a avaliação do valor da ação considerada. Outra possível dificuldade para a metodologia é a falta de informação ou a confiabilidade das mesmas apresentadas pelas empresas. Outra possível limitação da metodologia, é que em alguns casos, mesmo as empresas sendo do mesmo setor, elas apresentam múltiplos muito discrepantes devido a fatores como mudanças relevantes já esperadas no fluxo futuro das empresas comparáveis.

Alguns tipos de múltiplos utilizados nas avaliações são:

- Múltiplos de Lucro - Preço da Ação/ Lucro Líquido
- Múltiplos LAJIDA (*Lucro antes dos juros, imposto, depreciação e amortização*)
– LAJIDA/ Lucro Líquido
- Múltiplos de Patrimônio - Preço da Ação/ Patrimônio Líquido;
- Múltiplos de Faturamento- Preço da Ação/ Faturamento.

CAPÍTULO 2: APROFUNDAMENTO DO MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO DA EMPRESA

Conforme exposto no capítulo anterior, o fluxo de caixa descontado pode ser determinado por três componentes principais: a projeção do fluxo de caixa, que são os recursos gerados pela operação da empresa; o valor da perpetuidade ou valor residual, que é o valor da empresa ao final do período analisado e a taxa de desconto que será utilizada para trazer os tais fluxos a valor presente, baseado no custo de oportunidade e risco atrelado à empresa.

2.1. Projeções do Fluxo de Caixa

No fluxo de caixa descontado da empresa o objetivo é calcular quanto vale a empresa tanto para os acionistas, quanto para os credores. O valor da empresa pode ser descrito da seguinte forma:

$$\text{Valor da empresa} = \text{Valor de mercado} + \text{Valor da dívida financeira total}$$

Ou ainda:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\sum \text{FCFF}_n}{(1+WACC)}$$

As expressões acima simplesmente afirmam que o valor da empresa é o somatório dos fluxos de caixa da empresa, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto ponderada. Para chegar no valor da empresa é necessário expurgar o valor da dívida.

Segundo Damodaran (2007), um dos primeiros itens para projeção do fluxo de caixa que é observado é o histórico da empresa, que pode servir de balizador para o entendimento do crescimento histórico e das margens operacionais da empresa. Entretanto, alerta que a utilização somente do histórico pode não se revelar eficaz para todos os casos, já que tem o histórico considerado pode apresentar um período não razoável da estimativa e se os indicadores podem estar distorcidos por eventuais existências de lucros negativos. Sendo assim, em alguns casos pode ser necessária a análise de indicadores de mercado, ou seja, a utilização de outros modelos de avaliação.

Além disso, Damodaran (2007) afirma que há de se analisar o porte da empresa junto de seu histórico, já que uma empresa de menor porte tem mais possibilidade de apresentar grau elevado de crescimento relativo por maior tempo do que uma empresa

de maior porte. O ideal é analisar um período que a empresa já tenha maturado no mercado.

Segundo Damodaran (2007), a taxa de crescimento pode ser baseada, conforme já mencionado acima, no histórico da empresa, além de poder ser retirada de estimativas feitas por diversos analistas da empresa ou do setor. Faz sentido ainda buscar um mix ideal entre histórico, estimativas de analistas e estimativas da própria gerência.

Cabe ressaltar que o fluxo de caixa descontado deve ser projetado até onde se considere que a empresa atinja seu grau de maturidade e que se consiga estimar com certo grau de confiança. Após isso deve-se ser calculado o valor de perpetuidade, também chamado de valor terminal.

2.2. Aprofundamento Taxa de Desconto

O Modelo de Precificação de Ativos, mais conhecido pela sigla CAPM considera a sensibilidade do ativo ao risco sistêmico ou risco de mercado representado pela variável conhecida beta (β), assim como o retorno esperado do mercado e o retorno esperado de um ativo teoricamente livre de riscos.

O CAPM é o mais utilizado no mercado financeiro para calcular a taxa de desconto das empresas de capital aberto. Conforme Damodaran (2007) é o modelo padrão para a mensuração de risco e cálculo do custo do capital próprio. Ele é utilizado para se calcular à taxa que irá trazer os fluxos futuros de uma Companhia a valor presente apenas em empresas que possuam 100% de capital próprio, ou seja, que não possuem dívida.

A fórmula original do CAPM está a seguir:

$$\text{Retorno exigido do ativo} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

em que,

R_f = taxa de juros livre de risco;

β = Coeficiente Beta;

$(R_m - R_f)$ = Diferença estimada entre o mercado de ações e a taxa livre de risco, também chamado de risco de mercado ou prêmio de risco de mercado.

Para o cálculo do custo do CAPM estimar três variáveis, conforme verificado na equação do modelo. São elas taxa livre de risco, coeficiente beta e prêmio de risco, apresentadas em maiores detalhes nos próximos tópicos.

O fluxo de caixa descontado da empresa é usualmente descontado pela média ponderada do custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros. Em inglês, a expressão é conhecida como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), e pode ser calculado, como apresentado anteriormente.

Para o cálculo do custo do capital próprio necessita-se estimar três variáveis, conforme verificado na equação do modelo. São elas taxa livre de risco, coeficiente beta e prêmio de risco, apresentadas em maiores detalhes nos próximos tópicos.

2.2.1. Custo do Capital Próprio

2.2.1.1. Taxa Livre de Risco

Segundo Damodaran (2007), um ativo livre de risco é aquele em que o investidor conhece o retorno esperado com certeza, e para que isso seja possível, duas condições devem ser atendidas.

- Não pode haver nenhum risco de inadimplência
- Não pode haver incerteza sobre as taxas de reinvestimento

No mercado não existe nenhum ativo que atenda as especificações apresentadas, ou seja, todo ativo apresenta risco, mesmo baixo, de inadimplência e todo ativo apresenta incerteza sobre a taxa de reinvestimento. Sendo assim, busca-se um ativo que se aproxime ao máximo do desejado, os títulos do governo de longo prazo.

2.2.1.2. Coeficiente Beta

O Beta, também conhecido como coeficiente angular, é uma medida de sensibilidade dos preços da ação de uma Companhia em relação a um determinado índice. Em outras palavras, o Beta reflete o histórico de variação do ativo em relação ao ativo livre de risco. Existem, portanto, quatro tipos diferentes de Betas:

O Beta menor que zero ($\beta < 0$) representa que o ativo considerado na análise diminui seu rendimento à medida que o ativo livre de risco aumenta seu rendimento.

No caso do Beta maior do que 1 ($\beta > 1$), representa que o ativo considerado aumenta mais seu rendimento a medida que o ativo livre de risco aumenta seu rendimento. A volatilidade desses ativos é alta.

No caso do Beta maior que zero e menor que um ($0 < \beta < 1$), representa que o ativo considerado acompanha o rendimento do ativo livre de risco. As empresas com este tipo de Beta são as preferidas por investidores mais conservadores, já que a volatilidade delas é baixa.

Por fim, caso o Beta seja igual a zero significa que as variações das ações não se correlacionam com o índice.

2.2.1.3. Prêmio de Risco

Segundo Damodaran (2007), o prêmio de risco mede o retorno extra que seria exigido pelos investidores para transferir dinheiro de um investimento sem risco para outro de risco médio e deve ser função de duas variáveis:

- Aversão a risco dos investidores, isto é, à medida que os investidores se tornam mais avessos ao risco, devem exigir um prêmio maior para trocar um ativo sem riscos, sendo parte dessa aversão referente à prosperidade econômica e experiências recentes no mercado; e
- Grau de risco no investimento de médio risco, ou seja, conforme aumenta o grau de risco percebido do investimento de risco médio, o mesmo deve acontecer com o prêmio de risco.

2.2.2 Custo do Capital de Terceiros (Kd)

Segundo Damodaran (2007), o custo do capital de terceiros mede o custo corrente da empresa em financiar os seus ativos. Em termos gerais, deveria ser uma função do risco de inadimplência que os credores percebem na empresa. À medida que aumenta a percepção do risco de inadimplência, os credores cobrarão spreads por inadimplência mais altos para dar crédito à empresa.

2.3. Valor da Perpetuidade

Segundo Damodaran (2007), quando a projeção chega a uma fase em que a empresa atingiu a maturidade, e, como não podemos estimar fluxos de caixa para sempre, é necessário que seja calculado o valor da perpetuidade, também chamado de valor terminal.

Para o cálculo da perpetuidade existem duas formas básicas que podem ser aplicadas de qualquer fluxo de caixa descontado: a perpetuidade sem crescimento do fluxo de caixa e a perpetuidade com crescimento do fluxo de caixa.

Para a perpetuidade sem crescimento do fluxo de caixa, tem-se a seguinte equação:

$$\textit{Perpetuidade} = \frac{\textit{Fluxo de Caixa}}{\textit{Taxa de Desconto}}$$

Já para a perpetuidade com crescimento do fluxo de caixa, tem-se a seguinte equação:

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

Onde:

g = Taxa de crescimento na perpetuidade

Cabe ressaltar que o valor da perpetuidade ainda tem de ser trazido a valor presente pela taxa de desconto utilizada na projeção, no caso do fluxo de caixa descontado da empresa, essa taxa será o CAPM, conforme a equação abaixo:

$$\textit{Valor Presente Perpetuidade} = \frac{\textit{Perpetuidade}}{(1 + \textit{Taxa de desconto})^n}$$

Onde:

n = Número de períodos da projeção

CAPÍTULO 3: ESTUDO DE CASO: VALUATION EMPRESA DE VAREJO

Neste capítulo será elaborado um estudo de caso da empresa Companhia Brasileira de Distribuição S.A., Grupo Pão de Açúcar, baseado no modelo de fluxo de caixa descontado da empresa, exposto no capítulo anterior.

Para tal, neste capítulo inicialmente será exposto um breve histórico da empresa e um pequeno resumo de suas operações atuais, após isso será apresentado o histórico e as projeções de resultado, com as respectivas premissas, em um terceiro momento será realizado o cálculo da taxa de desconto, para então chegar-se ao valor projetado da empresa.

Como base de dados, utilizou-se a ferramenta *Bloomberg*, que apresenta as demonstrações financeiras das empresas de forma normalizada e o *Ibbotson*, que fornece uma análise histórica do prêmio de mercado e uma estimativa do prêmio risco com base na análise histórica.

As projeções têm como data base 31 de dezembro de 2013 e são utilizados quatro anos de histórico para cálculo das premissas que serão utilizadas nas mesmas.

Com relação as fórmula, as que diferem das apresentadas no capítulo anterior, são explicadas abaixo.

Para custo do capital próprio, utilizou-se o Risco país, conforme explicitado por Damodaran (2007), por a empresa pertencer a um país emergente. A equação fica como expressa abaixo:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + \text{Risco país}$$

Onde o Risco país representa a estimativa de custo adicional por país emergente.

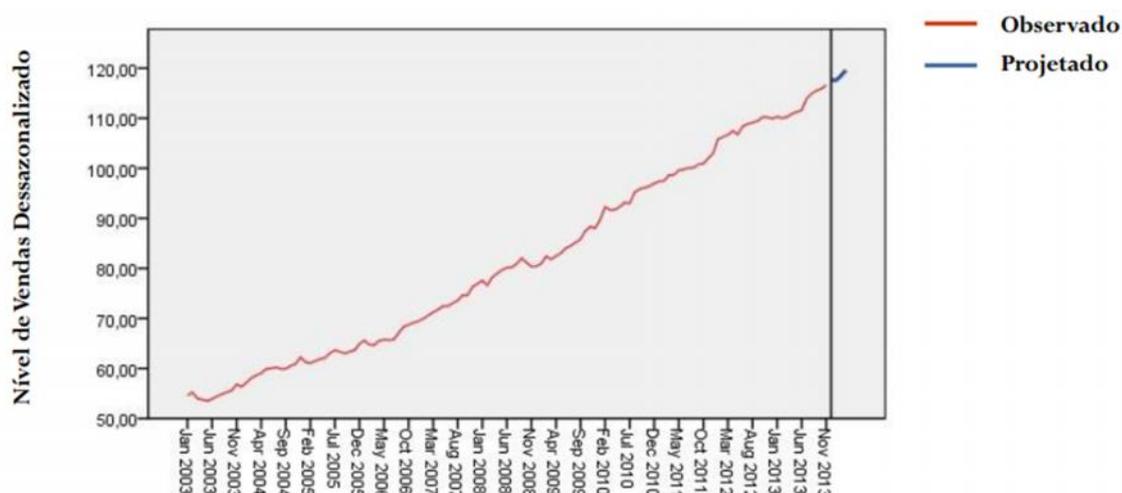
O custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros foram calculados em dólares, e por isso é necessário utilizar a fórmula da paridade das taxas de juros, conforme equação abaixo:

$$(1 + \text{taxa R\$}) = \frac{(1 + \text{taxa US\$})(1 + \text{inflação America})}{(1 + \text{inflação brasileira})}$$

3.1. Análise do Setor de Varejo

De acordo com o IBEVAR, Instituto Brasileiro de Executivos de Varejo e Mercado de Consumo, as vendas do varejo restrito tem mostrado uma tendência de alta no Brasil desde 2003, como pode ser observado no gráfico abaixo.

Projeção de Vendas Varejo Restrito



O varejo restrito engloba os seguintes:

- Combustíveis e lubrificantes;
- Supermercados, hipermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo;
- Vestuário, calçados e tecidos;
- Móveis e eletrodomésticos;
- Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria e cosméticos;
- Equipamentos e material para escritório, informática e comunicação;
- Livros, jornais, revistas e papelaria;
- Outros artigos de uso pessoal e doméstico.

O mercado brasileiro de alimentos pode ser considerado atrativo devido a três principais fatores. Inicialmente, o setor apresenta altos níveis de crescimento defensivo, desde 2006, que a inflação foi controlada, o setor de alimentos tem apresentado altos crescimentos. Vale a pena resaltar que o crescimento do setor foi pouco afetado nos anos de 2009 e 2012, momento em que a economia apresentava baixo crescimento. O segundo fator é a fragmentação do mercado, o mercado brasileiro de alimentos é

maduro para que grandes companhias no setor conquistem maiores participações, isso devido ao fato de uma parte do consumo no Brasil ainda está atrelada ao mercado informal. O último fator é a baixa probabilidade de entrada de novos competidores no mercado, nos últimos anos tem se observado a aquisição de novas lojas, comprovando assim o crescimento do setor, pelas grandes empresas que competem no mercado de alimentos brasileiro.

3.2. Descrição da Empresa

O Grupo Pão de Açúcar, GPA, é o líder no segmento varejista do Brasil, ele atua nos setores de: supermercados (Pão de Açúcar e Extra Supermercado), hipermercados (Extra Hiper), lojas de produtos eletrônicos/ eletrodomésticos (Ponto Frio e Casas Bahia), lojas de proximidade (Minimercado Extra), atacado de autosserviço (Assaí), postos de combustíveis, drogarias e operações de comércio eletrônico (Extra.com.br, PontoFrio.com, CasasBahia.com.br).

As marcas que formam o Grupo Pão de Açúcar são:



O GPA foi fundado em 1948 e desde 1995 tem suas ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (PCAR4) e desde 1997 ADR's na New York Stock Exchange (CBD).

Segue o histórico da Companhia:

Anos 1940 - Fundação da doceria Pão de Açúcar.

Anos 1950 - Abertura de duas filiais e inauguração do primeiro supermercado da rede.

Anos 1960 - Incorporação da cadeia Sirva-se, expansão da rede e criação da Divisão Internacional, fazendo com que as lojas do GPA chegassem a Portugal, Angola e Espanha.

Anos 1970 - Aquisição da rede Eletroradiobraz, Superbom, Peg-pag e Mercantil e

inauguração da primeira geração de hipermercados do país, as lojas Jumbo, e da rede Minibox.

Anos 1980 - Criação das lojas Extra, que além de operarem com grandes áreas de vendas, oferecem tecnologia de ponta e uma grande variedade de produtos.

1990 - Concentração dos negócios no varejo alimentício, operando quatro formatos de loja: Pão de Açúcar, Extra, Superbox e Eletro.

1995 - Organização da oferta pública inicial, em outubro de 1995, na qual o Grupo obteve US\$ 112,1 milhões. Esta foi a primeira emissão de ações preferenciais de uma companhia varejista de alimentos na Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa.

1997 - Emissão de ADRs na Bolsa de Nova York em que foram captados US\$ 172,5 milhões (primeiras ADRs listadas na Bolsa de Nova York por uma empresa varejista brasileira).

1999 - Aquisição da rede Peralta de Supermercados e associação com o Grupo francês Casino, adquirindo 24,5% do controle.

2001 - Aquisição de 26 lojas da rede Supermercados ABC, no Estado do Rio de Janeiro.

2002 - Aquisição da rede Sé Supermercados.

2003 - Associação com a rede Sendas no Estado do Rio de Janeiro.

2004 - Parceria com o Itaú para a criação de uma nova companhia direcionada à ampliação de produtos e serviços financeiros oferecidos aos seus clientes.

2005 - Com a criação de uma nova holding, o controle do Grupo passou a ser compartilhado de forma igualitária (50% para cada) entre Abilio Diniz e o Grupo Casino.

2006 - Para fazer parte do segmento de varejo que mais cresce no país nos últimos anos - o de lojas com até quatro check-outs -, o GPA criou o Extra Perto - um novo modelo de loja, inspirado no modelo europeu de varejo de conveniência.

2007 - Criação de uma joint venture junto com Assaí Comercial e Importadora Ltda.

2008 - Inauguração da primeira loja verde da América Latina, o Pão de Açúcar Indaiatuba.

2009 - Aquisição das ações restantes do Assaí Comercial e Importadora Ltda., aquisição do Ponto Frio (Globex Utilidades S/A e suas controladas) e associação com Casas Bahia, colocando o GPA na posição de maior Grupo de Distribuição da América Latina.

2010 - Inauguração do primeiro Centro de Distribuição Verde, em Brasília, início do projeto de conversão de 170 lojas das bandeiras CompreBem, Sendas e ABC CompreBem para o novo formato Extra Supermercado e conclusão da associação com

Casas Bahia.

2012 - Em junho de 2012, a Companhia passou a ser controlada isoladamente pelo Grupo Casino.

3.3. Histórico dos Resultados da Empresa

Os balanços e demonstrativos de resultados históricos da empresa serão demonstrados de forma normalizada e foram obtidos através da ferramenta *Bloomberg* e seguem abaixo:

Tabela 3 – Balanços patrimoniais

BALANÇO PATRIMONIAL (R\$ milhões)				
Data	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
ATIVO CIRCULANTE	14.673	17.276	16.680	18.586
Caixa e equivalente de caixa	4.419	4.970	491	343
Contas a Receber	1.808	2.431	2.646	2.516
Aplicações Financeiras	2.239	3.006	6.596	8.024
Estoques	4.824	5.553	5.760	6.382
Tributos a Recuperar	888	908	871	908
Ativos Disponíveis para Venda	-	-	-	39
Despesas Antecipadas	495	408	317	374
ATIVO NÃO CIRCULANTE	15.099	16.492	18.151	19.400
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	3.156	3.855	4.699	4.335
Contas a Receber de Longo Prazo	528	556	108	115
Estoque de Longo Prazo	-	-	172	172
Impostos a Recuperar	221	730	1.232	1.429
Valor Justo Bartira	304	304	-	-
Instrumentos Financeiros	-	-	359	-
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferido	1.136	1.250	1.079	951
Partes Relacionadas	176	133	178	173
Depósitos para Recursos Judiciais	646	738	952	815
Despesas Antecipadas	145	144	619	680
INVESTIMENTOS	233	253	362	310
IMOBILIZADO	6.794	7.358	8.114	9.054
INTANGÍVEL	4.916	5.026	4.976	5.701
TOTAL DO ATIVO	29.772	33.768	34.831	37.986
PASSIVO CIRCULANTE	10.923	13.501	13.390	17.013
Fornecedores	5.369	6.279	6.240	8.548
Empréstimos e financiamentos	1.111	2.153	1.044	1.200
CDCI	1.283	2.263	2.499	2.726
Debêntures	521	502	668	1.245
Salários e Encargos Sociais	589	759	729	796
Impostos e Contribuições a Recolher	347	503	806	968
Dividendos Propostos	116	103	169	152
Financiamento Compra de Imóveis	14	14	88	36
Aluguéis a Pagar	68	49	83	112
Aquisição de Participação de Acionistas Não Controlad	297	55	63	69
Partes Relacionadas	274	28	80	33
Propaganda	34	90	113	89
Provisão para Reestruturação	6	13	25	21
Receitas Antecipadas	64	81	92	115
Outros	830	609	691	903
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	9.348	10.173	10.374	8.286
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	9.348	10.173	10.374	8.286
Empréstimos e financiamentos	2.142	1.554	2.409	1.583
CDCI	102	129	131	141
Debêntures	1.067	2.138	3.741	2.599
Financiamento Compra de Ativos	-	-	-	12
Fundo de Recebíveis (FDCI)	2.281	2.420	-	-
Aquisição de Participação de Acionistas Não Controlad	215	189	158	108
Impostos e Contribuições a Recolher	1.029	1.115	1.137	1.061
Impostos Parcelados	1.378	1.292	1.205	1.073
Provisão para Demandas Jurídicas	809	680	774	1.148
Receitas Antecipadas	187	381	472	456
Outros	138	275	347	105
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	9.501	10.094	11.067	12.712
Capital social	5.579	6.129	6.710	6.764
Reserva de lucros	463	384	228	233
Reserva de capital	982	1.112	1.556	2.486
Participação Acionistas não Controladores	2.477	2.469	2.573	3.229
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	29.772	33.768	34.831	38.011

Tabela 4 - Demonstrativo de resultado

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO (R\$ milhões)				
Data	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Receita Bruta de Vendas	36.144	52.681	57.234	64.405
Deduções	4.052	6.087	6.310	6.675
Receita Líquida de Vendas	32.092	46.594	50.924	57.730
Custo das Mercadorias Vendidas	(24.241)	(33.933)	(37.085)	(42.626)
Lucro Bruto	7.851	12.659	13.839	15.104
Despesas Operacionais	(5.817)	(9.620)	(10.114)	(10.665)
Lucro Oper. antes da Depr. e rec(desp) Financeira EBITDA	2.034	3.039	3.725	4.439
Depreciação e Amortização	(446)	(681)	(835)	(865)
Lucro Operac. antes impostos e Rec(desp.) financeiras EBIT	1.588	2.358	2.890	3.574
Resultado Financeiro	(823)	(1.333)	(1.193)	(1.193)
Resultado da Equiv. Patrimonial	34	35	-	-
Resultado com Ativo permanente	(21)	(49)	-	-
Resultado não Recorrente	(105)	(99)	-	-
Outras Despesas e Receitas Operacionais	(2)	(110)	-	-
Lucro Operacional Antes I.R	670	805	1.676	1.755
Imposto de Renda	(85)	(85)	(520)	(359)
Lucro Líquido	585	720	1.156	1.396

3.4. Projeções do Resultado da Empresa

Para a projeção, partiremos da data de 31/12/2013, e a denominaremos de data-base da avaliação.

Para projeção da receita líquida, foi utilizada a média do crescimento durante os quatro anos históricos, conforme tabela abaixo:

Tabela 5 – Receita líquida

RECEITA LÍQUIDA				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
% crescimento da Receita Líquida		45,19%	9,29%	13,37%
Média utilizada		22,6%		

Para os custos, despesas, e investimento, utilizou-se a média da relação histórica entre a conta analisada dividida pela receita líquida nos últimos quatro anos e para o imposto de renda utilizou-se a média histórica entre a sua respectiva conta e o lucro antes do imposto de renda (LAIR), conforme tabelas abaixo:

Tabela 6 – Custo do produto

CUSTO DO PRODUTO				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
Custo do Produto	(24.241)	(33.933)	(37.085)	(42.626)
Custo do Produto/ Receita Líquida	-75,5%	-72,8%	-72,8%	-73,8%
Média utilizada	-73,8%			

Tabela 7– Despesas operacionais

DESPESAS OPERACIONAIS				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
Despesas Operacionais	(5.817)	(9.620)	(10.114)	(10.665)
Despesas Operacionais/ Receita Líquida	-18,1%	-20,6%	-19,9%	-18,5%
Média utilizada	-19,3%			

Tabela 8 – Imposto de renda

IMPOSTO DE RENDA				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Lucro antes do Imposto de Renda	670,00	805,00	1.676,00	1.755,00
Imposto de Renda	(85)	(85)	(520)	(359)
Imposto de Renda/ Lucro antes do Imposto de Renda	-12,7%	-10,6%	-31,0%	-20,5%
Média utilizada	-18,7%			

Para a depreciação e o investimento, utilizou-se a média da relação histórica entre a depreciação dividida pela receita líquida nos últimos quatro anos, conforme tabelas abaixo:

Tabela 9 - Depreciação

DEPRECIÇÃO				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
Depreciação	(446)	(681)	(835)	(865)
Depreciação/ Receita Líquida	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,5%
Média utilizada	-1,5%			

Tabela 10 - Investimento

INVESTIMENTO				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
Investimento	1.458	1.583	1.393	1.850
Depreciação/ Receita Líquida	4,5%	3,4%	2,7%	3,2%
Média utilizada	3,5%			

Para cálculo da variação do capital de giro, utilizou-se o capital de giro como um percentual da receita líquida, e a partir daí calculou-se o capital de giro projetado. A tabela abaixo demonstra o cálculo do capital de giro:

Tabela 11 – Capital de giro

CAPITAL DE GIRO				
Em milhões de R\$				
Histórico	2010	2011	2012	2013
Receita Líquida (1)	32.092,00	46.594,00	50.924,00	57.730,00
Ativo Circulante - Caixa (2)	10.254	12.306	16.190	18.243
Passivo Ciculante - Dívidas de Curto Prazo	8.008	8.583	9.179	11.842
Capital de Giro (2) - (3)	2.246	3.723	7.011	6.401
Capital de Giro/ Receita Líquida	7,0%	8,0%	13,8%	11,1%
Média utilizada	10,0%			

A tabela abaixo apresenta os resultados encontrados seguindo as premissas expressas acima:

Tabela 12 - Fluxo de caixa da empresa

FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA				
Em milhões de R\$				
Ano	2014	2015	2016	2017
Receita Líquida	70.786,00	86.794,70	106.423,87	130.492,30
Custo do Produto	(52.209)	(64.016)	(78.494)	(96.246)
Lucro Bruto	18.577,08	22.778,41	27.929,89	34.246,41
Despesas Operacionais	(13.645)	(16.731)	(20.515)	(25.155)
EBIT	4.931,78	6.047,14	7.414,73	9.091,62
Despesas com Imposto de Renda	(921)	(1.130)	(1.385)	(1.698)
EBIT - IR	4.010,43	4.917,41	6.029,52	7.393,13
Depreciação/ Amortização (+)	1.059,91	1.299,61	1.593,53	1.953,92
Investimento (-)	2.456,39	3.011,92	3.693,08	4.528,29
Varição Capital de Giro (-)	650	1.595	1.955	2.397
Fluxo de caixa de empresa	1.964,07	1.610,50	1.974,72	2.421,32

3.5. Estimativa Taxa de Desconto

Como mencionado no capítulo anterior, a taxa de desconto adequada para o fluxo de caixa da empresa deve ser o WACC e para o cálculo do mesmo, deve-se estimar o custo de capital próprio (K_e) e o custo de capital de terceiros (K_d).

3.5.1. Custo do Capital Próprio (K_e)

Para cálculo do K_e , foi utilizado o modelo CAPM, acrescido de um risco país, por a empresa apresentada estar em um país emergente, conforme indicado em Damodaran (2007). A equação pode ser assim resumida:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \text{Risco país}$$

Para Taxa livre de risco, foi utilizado o título do governo Norte-Americano, com vencimento de 30 anos, *T-Bonds* 30 anos.

Para o cálculo do beta, foram analisadas empresas comparáveis no mercado com a Companhia Brasileira de Distribuição S.A., os dados referentes a tais empresas foram extraídos do *Bloomberg*. Os dados fornecidos pelo *Bloomberg* são os betas alavancados de empresas diferentes, com estruturas de capital relativas às mesmas. Para o cálculo, desalavancamos os betas relativos a cada uma das empresas, considerando as respectivas estruturas de capital. Assim, achamos os respectivos betas brutos. Calculamos a média dos betas brutos encontrados, para daí alavancarmos a mesma com a estrutura de capital da empresa sendo analisada.

O risco de mercado utilizado corresponde ao spread do índice da bolsa americana SP500 e o *T-Bonds* 30 anos e foi retirado da publicação do *Ibbotson*.

Chega-se então ao valor do K_e nominal em dólares. Deste valor extrai-se a projeção de inflação americana, a qual foi considerada 2,0%, utilizando a fórmula da paridade das taxas de juros apresentada na metodologia, e chega-se ao K_e em termos reais.

A tabela abaixo demonstra o cálculo do beta das empresas comparáveis:

Tabela 13 – Calculo do Beta

EMPRESA	PAÍS	BETA	IMPOSTO	DÍVIDA TOTAL	PATRIMONIO LIQUIDO	ALAVANCAGEM	BETA DESALAVANCADO
WHOLE FOODS MARKET INC	ESTADOS UNIDOS	1,1418	40,0%	R\$ 60.949.800,00	R\$ 8.754.197.200,00	0,7%	1,14
SAFEWAY INC	ESTADOS UNIDOS	0,6382	40,0%	R\$ 9.828.392.000,00	R\$ 13.771.234.400,00	71,4%	0,45
COLRUYT SA	BÉLGICA	0,7091	34,0%	R\$ 94.576.800,00	R\$ 5.471.600.300,00	1,7%	0,70
CASINO GUICHARD PERRACHON	FRANÇA	0,813	33,3%	R\$ 36.285.441.300,00	R\$ 50.250.401.100,00	72,2%	0,55
CARREFOUR SA	FRANÇA	1,1186	33,3%	R\$ 46.071.011.500,00	R\$ 28.008.099.900,00	164,5%	0,53
MÉDIA							0,67

A tabela abaixo demonstra os valores utilizados e o resultado do Ke calculado:

Tabela 14 - Custo do capital próprio (Ke)

CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (Ke)	
Taxa Livre de Risco (Rf)	3,96%
Beta	0,67
Prêmio de Risco (Rm - Rf)	6,11%
Risco País	2,27%
Ke nominal em US\$	10,34%
Inflação Americana	2,0%
Ke em termos reais	8,2%

3.5.2. Custo do Capital de Terceiros (Kd)

Para cálculo do Kd, foi utilizada a taxa ponderada de captação do Grupo Pão de Açúcar, informada no Demonstrativo Financeiro, segundo a própria empresa.

A tabela abaixo demonstra os valores utilizados e o resultado do Kd calculado:

Tabela 15 - Custo do capital de terceiros (Kd)

CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS (Kd)		
Banco do Brasil	CDI + 11,63%	386.471,00
Banco do Brasil	CDI + 105,66%	761.675,00
Safra	CDI + 106,25%	386.769,00
CDI		8,03%
Kd nominal		15,06%
Kd em termos reais		10,1%

3.5.3. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Para cálculo do WACC, inicialmente tem-se que calcular a estrutura de capital da empresa, conforme tabela abaixo:

Tabela 16 - Estrutura de capital

ESTRUTURA DE CAPITAL		
Capital	R\$ milhões	%
Capital Próprio	12.711,96	57,25%
Capital de Terceiros	9.493,27	42,75%
Total	22.205,23	100,0%

Após o cálculo da estrutura de capital, ponderou-se o K_e e o K_d , pelo percentual de capital próprio e capital de terceiros, respectivamente, sendo o K_e com base no valor de mercado, e o K_d com base no valor contábil que estima-se estar a mercado, conforme demonstrado no capítulo anterior. Além disso, utilizou-se a inflação brasileira para transformar o WACC em termos reais para WACC em termos nominais em moeda brasileira.

Além disso, utilizou-se uma taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social de 34%.

A tabela abaixo resume os valores utilizados e o resultado encontrado:

Tabela 17 – WACC

WACC	
Custo do Capital próprio	8,18%
Custo do Capital de Terceiros	10,10%
WACC em termos reais	7,53%
Inflação Brasileira	6,00%
WACC Nominal em R\$	14,0%

3.4. Resultados Encontrados

Com os resultados encontrados acima, pode-se calcular o valor final da empresa.

Primeiro, calcula-se o valor presente do período do fluxo de caixa do período projetado, conforme quadro abaixo.

Tabela 18 - Fluxo Valor presente do fluxo projetado

FLUXO DE CAIXA DA EMPRESA				
Em milhões de R\$				
Ano	2014	2015	2016	2017
Fluxo de Caixa da Empresa	1.964,07	1.610,50	1.974,72	2.421,32
WACC calculado	14%			
Fator de Desconto	1,14	1,30	1,48	1,69
Fluxo de caixa da empresa descontado	1.723,07	1.239,52	1.333,36	1.434,30
Fluxo de caixa de empresa	5.730,24			

Após isso, calcula-se a perpetuidade, estimada em 7,3% considerando a meta de inflação brasileira de 4,5% e o crescimento do PIB de 2,3% em dezembro de 2013. Com as premissas adotadas neste trabalho, a tabela abaixo apresenta os resultados:

Tabela 19 – Perpetuidade

PERPETUIDADE	
Em milhões de R\$	
Perpetuidade	
Último ano do fluxo de caixa da empresa (Ano 4)	2.421,32
WACC calculado	14,0%
Crescimento na Perpetuidade	7,3%
Valor da Perpetuidade	38.855,72
Valor Presente da Perpetuidade	23.016,63

Para concluir, deve-se subtrair o endividamento líquido (dívida – caixa não operacional) da empresa ao valor encontrado para determinar o valor da empresa, conforme tabela abaixo:

Tabela 20 - Valor da companhia

VALOR DA EMPRESA	
Em milhões de R\$	
Fluxo de caixa descontado	5.730,24
Valor da Perpetuidade	23.016,63
Valor Operacional da Empresa	28.746,88
Caixa (+)	343,11
Empréstimos de Curto e Longo Prazo (-)	2.783,00
Valor da Empresa	26.306,99

Pode-se reparar a importância da perpetuidade no valor total da empresa.

Para verificar se o valor da empresa calculado está de acordo com o seu valor mercado em bolsa, calcula-se o valor da empresa em bolsa multiplicando o total das ações por seu preço, conforme tabela abaixo:

Tabela 21 - Valor de mercado da Companhia

VALOR DA EMPRESA			
TICKER	QUANTIDADE DE AÇÕES	PREÇO (em R\$)	VALOR DE MERCADO (em R\$ milhões)
PCAR4	264.955.214,00	101,60	26.919,45

Analisando a tabela acima, constata-se que o valor da empresa calculado através do modelo do fluxo de caixa descontado da empresa está próximo do valor praticado no mercado.

CONCLUSÃO

Este trabalho visava abordar os principais modelos de avaliação de empresas, conhecido também como *valuation*, utilizados no mercado brasileiro.

Além disso, visava explicar com detalhamento o funcionamento do método mais utilizado por analistas no Brasil: o fluxo de caixa descontado da empresa.

Para exemplificação, foi realizado o estudo de caso da Companhia Brasileira de Distribuição, Grupo Pão de Açúcar, com o único intuito de demonstração do modelo. Para tal, concluiu-se que o valor encontrado R\$ 26.306,99 milhões na data-base do trabalho, de 31 de dezembro de 2013.

Cabe ressaltar que este valor não é uma opinião de investimento, sendo apenas uma apresentação do modelo de fluxo de caixa descontado da empresa, sob o ponto de vista acadêmico.

Na data base a Companhia Brasileira de Distribuição teve um aumento de receita bruta de 14,8% no quarto trimestre de 2013, com aceleração de crescimento em todas as bandeiras do Varejo Alimentar. Nesse período foram abertas vinte e quatro lojas, sendo doze Minimercdos, seis Assaí, quatro Extras e dois Pão de Açúcar.

O crescimento do varejo foi resultado da implementação da estratégia de competitividade comercial adotada no primeiro semestre de 2013, alavancada por uma comunicação mais assertiva nas lojas e mídias.

A categoria de não alimentos no formato de Hipermercado também foi impulsionada pela Black Friday e apresentou recuperação de vendas por mais um trimestre, impulsionada pelo eletro, que alcançou o maior crescimento do ano, com destaque para as linhas de telefonia e vídeo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. Brasil: Makron Books, 2001. 518 p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. Brasil: Pearson, 2007. 480 p.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. 1. ed. Brasil: Bookman, 2002. 576 p.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation Approaches and Metrics**: A Survey of the Theory and Evidence.

KOLLER, Tim. **Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance**

SOUTE, Dione Olesczuk. et al. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 11, n 1-2, p. 1-17, jan./dez. 2008

Site IBEVAR, Instituto Brasileiro

POVOA, Alexandre. **Valuation**. Como precificar ações. 2. ed. Brasil: Globo, 2007. 373 p.

Relatório do Espírito Santos Investment Bank, Companhia Brasileira de Distribuição S.A.

