

**ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE
INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS CEPA/UFRGS**

Wagner Geremia

Avaliação das Lojas Renner

Porto Alegre
2007

Wagner Geremia

Avaliação das Lojas Renner

Monografia apresentada à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, CEPA/UFRGS, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Analista Profissional de Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre
2007

Aos meus pais Denise e
Aldemiro e à minha noiva
Juliane

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer ao meu amigo e orientador Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner pelas suas aulas clarividentes que ao mesmo tempo em que despertaram a minha curiosidade saciaram-na de forma brilhante.

Ao Professor Valter Bianchi pela orientação e paciência com as minhas dúvidas e questionamentos.

Não poderia deixar de esquecer dois amigos em especial, o Sr. Julian Vedei e Sr. Matias Frederico Dieterich, que me auxiliaram e contribuíram com este trabalho, à vocês meu muito obrigado.

A APIMEC sul, que possibilitou a realização deste curso, em especial meus agradecimentos vão a Valdevez e à Antonia que sempre nos atenderam e nos acolheram calorosamente.

Ao meus amigos Marcos Labarthe, Rogério Giacomelli, Marcelo Kuhm, José Augusto Albino, Gregori Zamproga, a amizade de vocês ajudou a lubrificar as pesadas engrenagens do nosso dia à dia.

Aos meus amigos Pedro e Fernando Ghering, que mesmo distantes de mim, nunca deixaram de se preocupar comigo, e me ensinaram o valor das coisas simples na vida.

Aos meus pais e irmão pelo apoio, amor, incentivo e confiança que vocês depositam em mim. Pelo sacrifício dos seus próprios sonhos em favor dos meus.

À minha noiva, pela paciência, carinho e momentos de espera ao longo deste curso.

RESUMO

O processo de integração dos mercados financeiros globais tem intensificado o tema de avaliação de empresas, o investidor inteligente busca por meio de avaliação de investimentos oportunidades de negócios. Dentro do contexto de avaliação de investimentos é que o tema *Valuation*, ou valoração de empresas se traduzimos o termo, vem ganhando espaço e atraindo estudiosos do tema. Um dos setores de destaque da economia brasileira é o setor do comércio, pela sua alta sensibilidade aos aspectos políticos e econômicos do país. O Setor é responsável por intermediar os negócios entre o consumidor em geral e a indústria, buscando e prospectando o mercado. Dentro deste setor devemos destacar as Lojas Renner que vem se acentuando no mercado de varejo de roupas e acessórios voltados às classes média e média alta, que apresenta nos últimos anos, um bom crescimento, sendo o tema deste trabalho. Partindo da hipótese que o risco altera o valor de uma empresa, este trabalho buscou precificar as ações de Lojas Renner através do método do fluxo de caixa descontado (FCD). Os resultados apontaram que o preço alvo para Lojas Renner é de R\$ 41,51 para dezembro de 2008.

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

ABSTRACT

The integration process of the international financial markets has been intensified the process of valuation, the intelligent investor searches thru the valuation to identify grate's business opportunities. It is in this context that Valuation is getting more and more space, attracting specialists and market annalists. One of the economy sectors that is getting interest by the market, it's the retailers sector, which has high sensibility to the politics and economics of Brazil. This sector is responsible for intermediation of consumers and industry, searching and finding market for the products. In this sector we must highlight Renner's Store that have increased his participation on clothes and accessories markets designated to the riches social class, and at the last few years have a god growth, been for those reasons the focus of these researches. Starting with the idea that the risk affects the business's value, this research looks to find the value of Renner's Store thru the Discounted Cash Flow (DCF). The results shows that the stock's price for Renner's Store must be R\$ 41,52 for December of 2008.

Key words: discounted cash flow, valuation, Renner's Store.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Valor economico da empresa e Valor economico para o acionista.....	25
Figura 2 – Evolução do varejo no Brasil.....	53
Figura 3 – Evolução do número de <i>Shopping Centers</i> no Brasil.....	54
Figura 4 – Perfil do Consumidor.....	55
Figura 5 – PIB mundial.....	57
Figura 6 – Volume de vendas no varejo.....	59
Figura 7 – Distribuição das Classes Sociais no Brasil.....	60
Figura 8 – Desemprego na região metropolitana de São Paulo.....	62
Figura 9 – Distribuição do consumo no varejo por classe social.....	64
Figura 10 – Taxa SELIC.....	66
Figura 11 – Projeção da taxa SELIC.....	67
Figura 12 - Inadimplência.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Ativos e Passivos de uma empresa.....	15
Tabela 2 – Estrutura de capital (um exemplo).....	21
Tabela 3 – Múltiplos de <i>Enterprise Value</i>	21
Tabela 4 – Comparação entre uma opção de compra e uma oportunidade de investimento.....	37
Tabela 5 – Comparação entre uma opção de compra e uma opção de venda.....	37
Tabela 6 – Classificação Setorial das Lojas Renner.....	46
Tabela 7 – Principais países em área de <i>Shopping Centers</i>	53
Tabela 8 – Investimentos de grupos estrangeiros no país.....	54
Tabela 9 – Projeção de mudança de classe social.....	61
Tabela 10 – Projeção da mudança do volume de reservas no setor de varejo.....	63
Tabela 11 – Estrutura de capital das Lojas Renner.....	73
Tabela 12 – Beta das empresas de varejo no Brasil.....	78
Tabela 13 – Projeção de investimento das Lojas Renner.....	82
Tabela 14 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa Projetados.....	83
Tabela 15 – Análise de sensibilidade.....	85

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Valor da empresa pelo método do valor de mercado.....	16
Equação 2 – Gordom.....	18
Equação 3 – Multiplos de receita.....	20
Equação 4 – Fluxo de caixa descontado.....	23
Equação 5 – Fluxo de caixa descontado para a empresa.....	27
Equação 6 – Fluxo de caixa descontado para o acionista.....	27
Equação 7 – Modelo do CAPM.....	28/81
Equação 8 – Beta do ativo.....	29
Equação 9 – WACC.....	31/81
Equação 10 – Valor residual de uma empresa.....	34/85
Equação 11 – <i>Black and Sholes</i>.....	36
Equação 12 – Probabilidade acumulada em d1.....	36
Equação 13 – Probabilidade acumulada em d2.....	36
Equação 14 – Depreciação dos ativos.....	81
Equação 15 – Valor da empresa descontado-se a sua dívida.....	84

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1 DELIMITAÇÃO TEMÁTICA.....	13
1.1 JUSTIFICATIVA.....	13
1.2 OBJETIVO DO TRABALHO.....	13
FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	14
2.1 AVALIAÇÃO PELO VALOR DE LIVRO AJUSTADO.....	15
2.2 AVALIAÇÃO DE AÇÕES E DÍVIDAS.....	16
2.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS DE MERCADO.....	17
2.4 AVALIAÇÃO PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	22
2.5 AVALIAÇÃO PELA TEORIA DE OPÇÕES REAIS.....	35
2.6 A INFLUÊNCIA DO RISCO BRASIL NO VALOR DA EMPRESA	40
2.7 A ARTE DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	41
2.8 AVALIAÇÃO DE EMPRESA NO SETOR DE VAREJO.....	42
ANÁLISE ECONÔMICA.....	44
3 O SETOR DE VAREJO.....	44
3.1 CLASSIFICAÇÃO SETORIAL.....	44
3.2 CONCORRÊNCIA.....	47
3.3 HISTÓRICO DO VAREJO NO BRASIL.....	48
3.4 ASPECTOS DO VAREJO NO BRASIL	49
3.5 REESTRUTURAÇÃO DO VAREJO NO BRASIL	50
3.6 TENDÊNCIAS DO VAREJO.....	51
3.7 SHOPPING CENTERS.....	522
3.8 PERFIL DO CONSUMIDOR.....	55
4 O VAREJO E A ECONOMIA.....	57
4.1 EVOLUÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÔMICO MUNDIAL	57
4.2 CRESCIMENTO DO VAREJO NO BRASIL.....	58
4.3 DISTRIBUIÇÃO DA POPULAÇÃO DO BRASIL	59
4.4 PROJEÇÃO DE MUDANÇAS DE CLASSES SOCIAIS.....	60
4.5 TAXAS DE JUROS NO BRASIL.....	65
4.6 CRÉDITO E INADIMPLÊNCIA.....	67
5 A EMPRESA.....	69
5.1 EVOLUÇÃO DO DESEMPENHO DAS LOJAS RENNER.....	69
5.2 ESTRATÉGIA COMERCIAL.....	71
5.3 PRODUTOS FINANCEIROS.....	72
5.4 ESTRUTURA FINANCEIRA.....	73
5.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	73
5.6 RISCOS RELACIONADOS À RENNER	74

5.7	PONTOS POSITIVOS DAS LOJAS RENNER.....	75
5.8	PONTOS NEGATIVOS DAS LOJAS RENNER.....	75
6	AVALIAÇÃO DAS LOJAS RENNER.....	76
6.1	ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA.....	76
6.2	DEPRECIÇÃO DOS ATIVOS.....	76
6.3	TAXA DE DESCONTO.....	77
6.4	FLUXO DE CAIXA.....	80
7	RESULTADOS.....	83
7.1	VALOR PRESENTE DOS FLUXOS DE CAIXA PROJETADOS.....	83
7.2	VALOR RESIDUAL.....	83
7.3	VALOR DA EMPRESA.....	84
7.4	ANÁLISE DE SENSIBILIDADE.....	85
7.5	CONCLUSÕES OBTIDAS.....	86
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	87
	ANEXOS.....	89

INTRODUÇÃO

Qual é o valor de uma empresa? Segundo a teoria de finanças um administrador ao avaliar um determinado negócio deve alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente as potencialidades e perspectivas de geração de valor da empresa. Tal avaliação apesar de se basear em métodos quantitativos, não pode ser considerada uma ciência exata. Na verdade, a avaliação de empresas está mais para ser considerada uma arte do que uma ciência exata propriamente dita.

Os modelos existentes de avaliação de empresas estão baseados em uma série de suposições e hipóteses simplificativas, fazendo com que o valor de uma empresa seja sempre repleto de pontos discordantes e questionamentos. A avaliação depende dos objetivos e das partes avaliadoras, pois os riscos corridos pelos mais diversos grupos afins não são os mesmos. Há ainda que se salientar que o valor de uma empresa depende do método empregado para avaliá-la, abrindo precedentes para mais discussões entre os estudiosos do assunto.

Vários métodos podem ser usados para calcular o valor justo de um negócio, podendo ser utilizados em conjunto ou separadamente. Porém, nenhum método isolado pode ser considerado perfeito. Entretanto, existem métodos de avaliação mais consistentes que de acordo com as premissas implícitas revelam-se tecnicamente mais adequados em respeito às circunstâncias de avaliação e à qualidade das informações disponíveis.

O presente trabalho foi dividido em sete capítulos. No capítulo 1 procurou-se explicitar brevemente ao leitor a justificativa de se desenvolver pesquisas a cerca de avaliação de empresas, delimitando os objetivos deste trabalho.

A teoria necessária ao desenvolvimento do tema deste trabalho é apresentada no capítulo 2. Neste capítulo buscou-se mostrar genericamente os modelos de avaliação de empresas mais relevantes ao objetivo do trabalho. A partir do embasamento teórico foi possível selecionar o método de avaliação que melhor atendesse aos objetivos pertinentes a este trabalho.

No terceiro capítulo foi abordado o mercado de varejo no Brasil, como é dividido, e as principais variáveis que determinam o desempenho do setor.

No capítulo 4, demonstraram-se alguns dados macro e microeconômicos que sustentassem a projeção de resultados para as Lojas Renner.

O capítulo 5 trata da apresentação das Lojas Renner, enquanto que no sexto capítulo é feita à avaliação da empresa, buscando-se ligar a metodologia com as informações apresentadas.

Por último, os resultados e as considerações finais do trabalho constarão no capítulo 7.

É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada. Dessa forma, o foco do analista deve estar concentrado no processo de avaliação em si e não em seu resultado final.

1 DELIMITAÇÃO TEMÁTICA

1.1 JUSTIFICATIVA

Num contexto de crescente competitividade por captação de recursos, no intuito de financiar as atividades da empresa, que vêem no mercado acionário uma forma alternativa e ao mesmo tempo viável de tomada de recurso; numa onda de crescentes alternativas de investimento dentro do mercado de capitais e de inúmeras fusões e aquisições, nenhuma outra área financeira tem sido tão vívida nos últimos anos como a de avaliação de empresas. Entre estas razões é que se justifica a realização de processo de avaliação de empresas, tema deste trabalho.

1.2 OBJETIVO DO TRABALHO

O presente trabalho tem como objetivo a mensuração do valor da empresa Lojas Renner. Para alcançar tal objetivo, este trabalho primeiramente buscou revisar e encontrar em bibliografia especializada o método de avaliação de empresas que ajudasse a atingir o objetivo traçado de forma satisfatória. Em uma etapa posterior, procurou-se aplicar o método selecionado às Lojas Renner.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existe um vasto número de métodos para avaliar empresas, que dependem do propósito da avaliação, das características da empresa avaliada e confiabilidade das informações disponíveis.

Não há um modelo considerado melhor, e o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que se está avaliando. A respeito, Damodaran considera que:

“Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo.” (DAMODARAN, 1999).

Em seus escritos sobre avaliação de empresas MARTINS (2001) complementa:

“O valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro, Há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

- a) pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros;
- b) pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

O valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.”

Os modelos de avaliação de empresas que estejam em pleno funcionamento são agrupados em quatro modelos de avaliação segundo CORNELL (1994):

- a) avaliação pelo valor de livro ajustado;
- b) avaliação de ações e dívidas;
- c) avaliação por múltiplos de mercado;

d) avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

COPELAND *ET AL* (1994) foca todo o seu trabalho na avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado. Já DAMODARAN (1997) adota uma classificação semelhante à CORNELL (1994) incluindo ainda a Teoria de Opções Reais, aplicável a empresas de alta tecnologia.

Sendo impossível esgotar matéria tão abrangente e rica, neste capítulo, o presente trabalho buscou apenas citar os modelos apontados pelos autores acima citados.

2.1 AVALIAÇÃO PELO VALOR DE LIVRO AJUSTADO

Também chamado de método do valor contábil, segundo este método a definição de valor da empresa é definida pelas informações do seu balanço patrimonial. Segundo CORNELL (1994) esse método se baseia na premissa que uma empresa vale a soma dos valores de todas as exigibilidades que ela possa ter. Dessa forma o valor contábil pode ser obtido tanto pelo somatório de todas as ações, lucros acumulados, reservas e dívidas não operacionais, como pelo valor da diferença entre ativos totais líquidos e passivos operacionais da empresa.

Tabela 01- Ativos E Passivos de um Empresa

Ativos Totais líquidos da empresa	Passivos Operacionais	}	Valor de livro não ajustado
	Empréstimos e financiamentos		
	Valor das Ações + Lucros + Reservas		

Fonte: Cornell, 1994.

Como o valor contábil é baseado em custos históricos, perde-se com este método a sensibilidade dos ativos em relação à inflação e a mudanças de consumo por parte do cliente em relação aos produtos vendidos pela empresa. Outro ponto frágil neste modelo é o fato dele estar baseado em demonstrativos passados, o que acaba por não refletir o seu valor corrente.

Apesar do avanço das técnicas contábeis, a contabilidade, registra suas transações por valores de entrada, e não valores de saída, segundo MARTINS (2001) “O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *Goodwill*¹ significativo”.

2.2 AVALIAÇÃO DE AÇÕES E DÍVIDAS.

Trata-se de um método simples, válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto, e tendo suas ações não apenas negociadas em bolsa de valores, mas também com expressiva liquidez de mercado, que elimine oscilações especulativas de seu preço.

Através deste método, o valor da empresa é calculado pela seguinte equação:

$$V_0 = P_o \times Q_o + P_p \times Q_p \quad \dots(1)$$

Onde:

V_0 é o valor da empresa;

P_o é a cotação das Ações Ordinárias;

Q_o é a quantidade de Ações Ordinárias;

P_p é a cotação das Ações Preferenciais;

¹ *Goodwill*: conjunto de características, qualidades e diferenciais de uma empresa expressos através de sua capacidade futura de produzir riquezas.

Q_p é a quantidade de Ações Preferenciais.

Embora seja um método simples, pode-se questionar o preço a ser adotado, como título de avaliação. Em razão da volatilidade dos preços, alguns analistas defendem o uso de uma média que pondere o preço das ações. CORNELL (1994) sustenta que se o mercado for suficientemente eficiente, a aplicação deste método fornece o verdadeiro valor da empresa.

2.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS DE MERCADO.

Dentre todos os métodos de avaliação de uma empresa, o mais simples é a análise através de múltiplos de mercado. Ao utilizar-se a avaliação por meio de múltiplos, não se está olhando o que determina o preço da ação, nem se pode dizer qual o preço justo dela, pois o que está sendo observado atentamente é a comparação dos múltiplos da empresa com o mercado ou um setor específico.

Dentre os múltiplos utilizados pode-se citar:

- a) múltiplos de lucro
 - Cotação/Lucro
 - Cotação/EBIT
 - Cotação/EBITDA
- b) valor patrimonial
 - Cotação/ Valor Patrimonial
 - Cotação/ Valor Patrimonial dos Ativos
 - Cotação/ Custo de reposição
- c) receitas
 - Cotação/Vendas
- d) *enterprise value*
 - EV/ EBITDA*
 - EV/ Lucro*
 - EV/ Vendas*

- e) Variável específica da indústria analisada: Preço/Kwh, Preço/Tonelada, etc.

Ao se calcular cada um dos múltiplos acima apresentados, é preciso se ater às metodologias empregadas de forma a tornar a comparação entre setores ou empresas viáveis. Por exemplo, período de medição diferente para cálculo dos múltiplos irá gerar uma diferença de cenários políticos e econômicos em questão.

Segundo DAMODARAN (1999) “um outro argumento para a utilização de múltiplos é o fato de haver a reflexão do mercado sobre as perspectivas de um determinado setor.” O ponto de fragilidade deste método consiste no fato do mercado poder superavaliar um setor inteiro, fazendo com que a avaliação de uma determinada empresa seja incorreta. O exemplo disso ocorreu com as empresas chamadas de “Nova Economia” representadas pelo índice Nasdaq que no dia 10 de março de 2000 sofreu um enorme processo de desvalorização.

A seguir, estão descritos os múltiplos mais utilizados pelo mercado para a avaliação de empresas:

2.3.1 MÚLTIPLOS DE LUCRO

Uma empresa é considerada estável quando cresce a uma taxa similar à da economia vigente. O preço de uma ação de uma empresa estável é representado pela equação de Gordon:

$$P_0 = \text{DPS}_1 / (r-g) \quad \dots(2)$$

Onde:

P_0 é o valor da ação;

DPS_1 são os dividendos esperados para os anos seguintes;

r é a taxa de retorno exigida sobre o patrimônio líquido;

g é a taxa de crescimento dos dividendos na eternidade

No caso de uma empresa de Alto Crescimento, pode-se incrementar o modelo acima apresentado, adicionando hipóteses de diferentes estágios de crescimento da empresa. Pode-se, por exemplo, prever um alto crescimento nos primeiros anos de operação e, posteriormente uma redução e estabilização desta taxa de crescimento.

2.3.2 MÚLTIPLOS DE VALOR PATRIMONIAL

As ações que possuem preço menor do que o patrimônio líquido são consideradas subvalorizadas, sendo candidatas a uma valorização. DAMODARAN (1999) ressalta que a grande vantagem na utilização deste método é que quando há desconfiança por parte do investidor quanto a projeções de fluxo de caixa de uma empresa os múltiplos de Valor Patrimonial fornecem um bom referencial de comparação, mesmo para as empresas que possuem prejuízos.

O índice Preço/Valor Patrimonial varia de uma empresa para outra por diversos motivos:

- a) taxas de crescimento diferentes;
- b) diferentes índices de distribuição de lucros;
- c) riscos diferentes;
- d) retorno sobre patrimônio líquido diferente.

Portanto comparações entre empresas em tempos e países distintos não são adequados a este modelo.

A projeção do preço de uma ação é cercada de subjetividades, pois sendo os fundamentos entre as empresas não uniformes, é preciso que se faça uma série de ajustes. Mesmo entre empresas de um mesmo ramo, não há um modelo definitivo, pois dentro de um setor pode haver diferentes mix de negócios e riscos envolvidos.

2.3.3 MÚLTIPLOS DE RECEITA

Os índices de preço/vendas são de boa confiabilidade para efeito de comparação entre períodos, pois não são facilmente afetados pelo efeito de sazonalidade. Este método permite avaliar empresas em qualquer situação financeira, uma vez que, é impossível uma empresa ter receita negativa. Uma outra vantagem apontada por COPELAND (1999) é a dificuldade de manipulação contábil nas receitas, já que, não depende de princípios contábeis adotados.

Entre as desvantagens deste método pode-se citar o fato de não se levar em conta os custos, que podem gerar resultados negativos para a empresa. É possível ter duas empresas do mesmo ramo com múltiplos de receita semelhante, mas com lucros diferentes devido à gestão dos custos.

Calculando o múltiplo preço/vendas para uma empresa de crescimento estável tem-se:

$$\text{Preço/Vendas} = \text{Margem de Lucro} \times \text{Índice Payout} \times (1+g)/(r-g) \quad \dots(3)$$

Pode-se observar que este múltiplo é uma função crescente da margem de lucro da empresa, do índice *Payout*, e do seu crescimento, sendo decrescente ao risco incorrido.

2.3.4 MÚLTIPLOS DE ENTERPRISE VALUE

Os múltiplos apresentados até agora levam em conta o preço das ações da empresa, calculado pelo modelo proposto por Gordon. Já este método leva em conta, além do preço das ações da empresa, a alavancagem que ela possui, permitindo uma comparação mais precisa entre empresas com estrutura de capital diferentes.

Por exemplo: supondo-se duas empresas com distintas estruturas de capital:

Tabela 2 – Estrutura de capital da empresa**Tabela de dados da Empresa**

	Empresa A	Empresa B
Divida Líquida	R\$ 75,00	R\$ 0,00
Valor de Mercado	R\$ 75,00	R\$ 150,00
EBITDA	R\$ 25,00	R\$ 25,00

Fonte: Santiago, J., 2001

Tabela 3 – Múltiplos de *Enterprise Value***Tabela de Múltiplos das Empresas**

	Empresa A	Empresa B
Valor de Mercado/ EBITDA	3	6
EV/EBITDA	6	6

Fonte: Santiago, J., 2001

Observando-se o preço/EBITDA das duas empresas, concluí-se que as ações da empresa A estão mais baratas, mas porque há uma maior alavancagem, e consequentemente um maior risco, tornando os investidores mais exigentes ao retorno exigido pelo capital investido. Observando-se o EV/EBITDA das duas empresas, conclui-se que ambas estão num mesmo nível de preço, mesmo com estruturas de capital diferentes.

2.3.5 MÚLTIPLO DE VARIÁVEL ESPECÍFICA DA INDÚSTRIA

O múltiplo de variável específica da indústria tem por princípio facilitar a comparação entre duas empresas semelhantes de um mesmo setor, como é o caso de empresas de telefonia celular, empresas de telefonia fixa, entre outras, que possuem múltiplos específicos como o custo do Kw/h no caso de empresas de energia elétrica.

2.4 AVALIAÇÃO PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

Considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa. Também é a metodologia mais reconhecida, dada sua citação por todos os autores que se dedicam ao tema. Este método tem suas origens no trabalho de MODIGLIANI E MILLER (1961), intitulado *“Dividend policy, growth and valuation of shares”*.

COPELAND *et al* (1994) afirma que a avaliação pelo fluxo de caixa descontado é a melhor porque é a única forma de avaliação que exige informações completas, e considera que:

.”Para valorarmos uma dada empresa precisamos usar uma previsão de longo prazo, procurando gerenciar os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial.”

Ainda segundo o autor, com base no fluxo de caixa são superadas as dificuldades existentes no lucro contábil, inclusive ficando explícito o potencial de geração de caixa do *“goodwill”*.

DAMODARAN (1999) destaca que o método do valor presente do fluxo de caixa descontado tem como característica principal explicar as variáveis-chaves (*value drivers*) para a formação de valor da empresa, permitindo que se faça a simulação dos mais variados cenários econômicos e financeiros.

2.4.1 COMPONENTES DA METODOLOGIA FCD

A fundamentação conceitual deste método baseia-se na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais. De acordo com esse método, o valor de uma empresa é determinado

pelo valor presente dos fluxos de caixa projetados, descontados por uma taxa que reflita o risco associado ao negócio, somado o valor residual da empresa. A fórmula que permite calcular o valor da empresa pelo FCD está descrita abaixo

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t} + \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+i)^n} \quad \dots(4)$$

Onde:

- V_0 é o valor da empresa;
- FC_t é o fluxo de caixa projetado no período t ;
- FC_n é o fluxo de caixa do n ésimo período;
- i é a taxa de desconto para os fluxos de caixa;
- n é o número de períodos de previsão dos fluxos de caixa;
- g é a taxa de crescimento do fluxo de caixa

Para se utilizar o fluxo de caixa descontado como método de avaliação de empresas, deve-se primeiramente responder as seguintes questões:

a) como o fluxo de caixa é definido?

Uma empresa vale aquilo que ela consegue gerar.

b) qual é a taxa de desconto apropriada?

A taxa de desconto deve revelar o custo de oportunidade da empresa, tendo a capacidade de implicitamente incorporar os riscos associados a determinado negócio.

c) qual é o horizonte de projeção adequado?

Por período de projeção entende-se a quantidade de anos sobre os quais é possível projetar, de forma razoável, quais serão os fluxos de caixa. Usualmente, o período de projeção é identificado de acordo com a natureza do negócio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes. Dentre os pontos importantes para a identificação do período de projeção, cabe mencionar:

- a) preços dos produtos;
- b) participação no mercado;
- c) custos da matéria prima;
- d) despesas operacionais;
- e) obsolescência do produto;
- f) variáveis macroeconômicas, tais como juros e taxa de câmbio.

d) qual é o valor da perpetuidade?

Ao final do período de projeção, os fluxos de caixa não cobertos pelo “período de projeção” são quantificados por intermédio do valor de perpetuidade, ou valor terminal. Em geral, estima-se o valor da perpetuidade, baseado no fluxo de caixa livre do último período de projeção ajustada pela expectativa de crescimento para os futuros anos. A perpetuidade é um elemento dos mais relevantes na avaliação de empresas. Em determinadas empresas, grande parte de valor pode ser explicada pelo valor presente da Perpetuidade. Esse componente poderá ser maior ou menor. Tudo dependerá da espécie ou do grau de maturidade do negócio.

2.4.2 CONSTRUÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

Há dois caminhos para avaliar determinada empresa pelo método do fluxo de caixa descontado. O primeiro avalia apenas a participação dos acionistas no negócio: valor da empresa para o acionista, enquanto o segundo avalia a participação dos acionistas e dos demais detentores de direitos financeiros na empresa: valor econômico da empresa.

Conforme COPELAND *et al* (2002), pode-se definir:

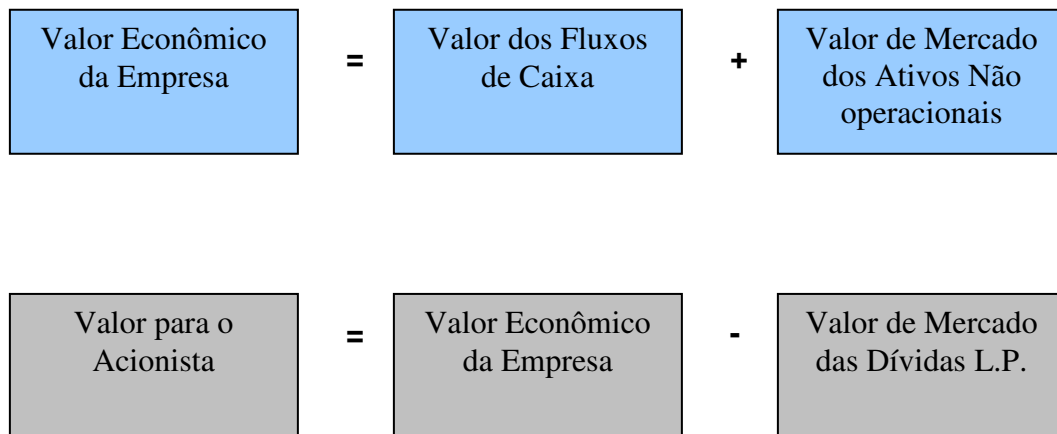


Figura 1 – Valor Econômico da Empresa e Valor para o Acionista
Fonte: Copeland *et al* (2002)

O valor econômico da empresa é obtido ao se descontar os fluxos de caixa livre pela taxa de desconto que representa o custo médio ponderado de capital (*WACC*). Segundo DAMODARAN (1999), o fluxo de caixa livre (FCL) é igual aos ganhos operacionais da companhia, após o pagamento dos impostos, acrescidos de despesas que não representam saídas de caixa tais como depreciação, amortização e deduzidos dos investimentos em capital de giro e em ativo imobilizado. Não incorpora, ainda, despesas e receitas financeiras, juros sobre capital próprio e nem mesmo dividendos. O fluxo de caixa livre não é afetado pela estrutura de capital da empresa.

O valor da empresa para o acionista é obtido ao se descontar os fluxos de caixa para os acionistas, pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio (*Ke – “Cost of Equity”*)². O fluxo de caixa para o acionista é calculado ao deduzir-se do fluxo de caixa livre os juros líquidos e a amortização de empréstimos, bem como, ao adicionar-se o valor de novos empréstimos.

COPELAND *et al* (2002) propôs a seguinte forma de cálculo do fluxo de caixa livre para a empresa, adotado por este trabalho:

- (+) Receitas Operacionais Líquidas
- (-) Custo do Produto Vendido
- (-) Despesas Operacionais

² A tradução do termo para a língua portuguesa é custo de capital próprio.

= EBIT³ (Lucro Operacional)
 (+) Depreciação, Amortização e Exaustão
 = EBITDA⁴
 (-) Imposto de renda e Contribuição Social
 = Geração de Caixa Operacional
 (-) Investimentos Permanentes
 (+/-) Variação no Capital Circulante Líquido
 = **Fluxo de Caixa Livre**

O horizonte de projeções utilizado pelo modelo é um prazo suficientemente longo para que os fluxos de caixa se estabilizem após os efeitos das mudanças em andamento na empresa.

As variáveis utilizadas pelo modelo são aquelas que afetam de maneira mais direta o resultado da empresa. Estas variáveis tentam explicar a totalidade das conclusões alcançadas, e por este motivo são chamadas de *value drivers*⁵.

2.4.3 TAXA DE DESCONTO

Para avaliar uma empresa, os fluxos de caixa livres, bem como, o valor da perpetuidade, deverão se atualizados em função de uma taxa de desconto que revele o custo de oportunidade, porém, pelo fato do capital empregado na empresa não ser originado de uma fonte única, é preciso encontrar uma taxa que reflita o custo médio do capital e sua participação na empresa.

As empresas podem financiar suas operações por meio de dois fundos: dos recursos próprios (dos acionistas) e das dívidas, incluindo empréstimos e financiamentos. Conforme foi mencionado, há dois caminhos para se construir o fluxo de caixa da empresa.

³ EBIT: Lucro Antes de Impostos e Taxas

⁴ EBITDA: Lucro antes de Impostos, Taxas, depreciação e amortização.

⁵ A tradução do termo para a língua portuguesa corresponde a direcionadores de valor.

O valor da empresa é obtido ao se descontar os fluxos de caixa esperados e os fluxos de caixas residuais pelo custo dos diversos meios de financiamento utilizados pela empresa. Em geral, este custo é obtido pelo *WACC* (*whigth averge capital cost*)⁶ que será abordado posteriormente. A fórmula para determinação do valor da empresa está expressa abaixo:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad \dots(5)$$

Onde:

$FC_{empresa}$ é fluxo de caixa da empresa no período t ;

$WACC$ é o custo médio ponderada de capital

O valor do patrimônio líquido é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados pelo acionista, descontados à uma taxa exigida pelos investidores sobre o capital investido.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+K_e)^n} \quad \dots(6)$$

Onde:

$FC_{acionista}$ é o fluxo de caixa do acionista

k_e é custo do patrimônio líquido

O modelo de desconto de dividendos é um caso especializado de avaliação de patrimônio líquido, e o valor das ações é o valor presente dos dividendos projetados.

⁶ A tradução do termo para a língua portuguesa corresponde a custo ponderado de capital.

2.4.4 CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)

Para COPELAND *et al* (2000):

“o custo do capital próprio é a parte mais difícil de ser estimada, porque não pode ser observada diretamente no mercado de capitais”. O autor recomenda a utilização da metodologia do “Capital Asset Pricing Model” (CAPM) ou o “Arbitrage Pricing Model” (APM).

O CAPM é o modelo de equilíbrio de ativos financeiros e foi desenvolvido por SHARPE (1964), inspirado pelos trabalhos de MARKOWITZ (1952) sobre o critério da média-variância. Este modelo estipula que a taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco é linearmente ligada a dois fatores comuns: a taxa livre de risco e a taxa de retorno esperada da carteira do mercado.

O retorno esperado de um ativo é igual à soma da taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco. O prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) do ativo em relação à carteira de mercado pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco. Tem-se abaixo a equação do modelo de SHARPE (1964), que mostra a relação entre o retorno do ativo e seu risco sistemático.

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_b \quad \dots(7)$$

Onde:

K_e representa o retorno esperado de um ativo;

R_f representa o retorno de um ativo livre de risco;

β representa o risco sistemático ou não diversificável do ativo diante do mercado;

R_m representa o retorno esperado da carteira de mercado;

R_b representa o risco país;

$(R_m - R_f)$ representa o prêmio de risco do mercado.

Segundo a equação de SHARPE, é preciso estimar o coeficiente de risco sistemático do ativo. O Beta de um ativo mede a tendência de variação em relação ao mercado como um todo. Um Beta igual a 1 indica que o ativo tende a oscilar da mesma forma que o mercado; um beta menor que 1 indica que o ativo tende a apresentar menor variabilidade em relação aos movimentos do mercado.

O Beta é calculado dividindo-se a covariância entre o retorno do título individual e o retorno do índice de mercado pela variância do retorno do índice de mercado, conforme mostra a equação abaixo:

$$\beta_a = \frac{Cov(r_a, r_m)}{s^2(r_m)} \quad \dots(8)$$

Onde:

- β_a é o índice Beta da ação em questão;
- r_a é o retorno da ação;
- r_m é o retorno médio do mercado;
- $Cov(r_a, r_m)$ é a covariância entre r_a, r_m ;
- $s^2(r_m)$ é a variância do retorno do índice de mercado;

De acordo com esse modelo, o beta da carteira do mercado que engloba todas as ações do mercado é igual a 1 e o beta de cada empresa varia conforme o maior ou menor risco em relação à da carteira do mercado. Conforme HAUGEN (1990), o beta de determinada carteira é obtido pela soma da média ponderada simples dos betas dos ativos que a compõem. Segundo DAMODARAN (1999) o beta de um ativo é influenciado por duas variáveis:

a) tipo de negócio: quanto maior a sensibilidade do negocio às condições de mercado, mais alto será o Beta;

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

Para se estimar o beta de um ativo adequadamente é preciso que o ativo em questão seja de boa liquidez, caso contrário precisa-se segundo DAMODARAN (1999) estimá-lo a partir de comparações com empresas de mesmo grau de alavancagem e risco e que tenham boa liquidez no mercado.

Para se obter a taxa do ativo livre de risco (R_f), COPELAN *et al* (2000) sugere o uso do “US Treasury bond” de 10 anos em detrimento dos “Treasury bills” e dos “US Treasury bonds” de 30 anos pelos seguintes motivos:

a) é a taxa de longo prazo, que em geral, fica muito próxima, em extensão temporal, dos fluxos de caixa da empresa que está sendo avaliada;

b) a taxa de 10 anos aproxima-se em termos de prazo de duração, da carteira índice do mercado acionário, como o S&P 500; e, portanto, é consistente com os betas e prêmios de risco estimados para essas carteiras;

c) o preço do título de 10 anos é menos sensível a mudanças inesperadas na inflação e, dessa forma, apresenta um beta menor que o título de 30 anos; e o prêmio de liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser ligeiramente menor que o encontrado nos títulos de 30 anos.

Em relação ao prêmio de mercado ($R_m - R_f$), COPELAND *et al* (2000) sugere a adoção dos seguintes procedimentos:

a) realizar o cálculo do prêmio de mercado, baseado no maior período de tempo histórico disponível, pois o mercado terá refletido várias situações diferentes da economia que podem se repetir no futuro;

b) utilizar a média aritmética das taxas de retorno em detrimento da geométrica, porque apesar de a média geométrica expressar adequadamente o retorno histórico, o CAPM é baseado em retornos esperados, o que é expresso de forma mais apropriada pela média aritmética dos retornos históricos;

c) fazer uma redução na média histórica de 1,5% a 2% no caso de considerar o prêmio do mercado acionário dos Estados Unidos, pois o mercado daquele país registrou desempenho histórico superior ao da maioria dos outros países, situação que COPELAND *et al* (2000) não espera que permaneça.

Dessa forma, os autores sugerem a adoção de prêmio de risco de 4,5% a 5% para empresas norte-americanas, baseados na média aritmética do retorno do S&P 500 comparada aos títulos de longo prazo do tesouro norte-americano no período de 1926 a 1996 que é de 6,7% menos o ajuste proposto. Em relação ao risco país (R_b), este trabalho adotará o Índice Risco país fornecido pela *Jp Morgan* que na data deste trabalho é de 250 pontos, o que equivale a 2,5%.

2.4.5 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

No Brasil, aparece a figura dos juros sobre o capital próprio que remunera o capital investido pelos acionistas. Esse valor é dedutível para fins de imposto de renda e sobre ele há retenção de imposto de renda na fonte. Devido a essas leis brasileiras há segundo AMARAL (2005), necessidade de adaptar-se o cálculo do WACC que ficaria expresso da seguinte maneira:

$$WACC = (K_e - B_f) \times \left[\frac{E}{E + D} \right] + K_d \times (1 - T) \times \left[\frac{D}{E + D} \right] \quad \dots(9)$$

Onde:

K_e é o custo do capital próprio;

B_f é o benefício fiscal devido ao pagamento de Juros sobre o capital Próprio líquido do imposto de renda retido na fonte (IRRF);

K_d é o custo do capital de terceiros;

- T* é a alíquota dos impostos sobre o lucro;
E é o valor de mercado do capital próprio;
D é o valor de mercado do capital de terceiros.

De acordo com COPELAND *et al* (2000) a taxa de desconto medida pelo WACC deve ser consistente com a forma como o fluxo de caixa é construído. Deve seguir os seguintes princípios:

- a) ser definida em termos nominais ou termos reais, seguindo a maneira que o fluxo de caixa a ser descontado for construído;
- b) empregar valores de mercado para cada elemento financeiro quando da definição do percentual de dívida na estrutura de capital;
- c) ser sujeita as mudanças ao longo do período de projeção devido a mudanças nas expectativas de inflação, risco sistemático ou estrutura de capital.

Ainda segundo o autor o mais correto seria recalcular anualmente o custo médio ponderado de capital que refletisse a mudança na estrutura do capital da empresa considerada.

Em relação ao custo de capital de terceiros, devem ser analisadas e definidas a natureza e as características dos recursos que a empresa tem ou pode ter acesso para estimar a taxa de juros exigida pelos credores. Para tanto, devem ser analisadas as linhas de crédito contratadas pela empresa, o risco de crédito atual, a evolução, as linhas disponíveis para os pares com o mesmo grau de risco e o setor de atuação, entre outros aspectos.

Conforme COPELAND *et al* (2000), deve-se usar sempre a taxa de mercado mais atual, quando se trata de dívidas com riscos equivalentes. O indicador razoável de risco de determinada dívida é a classificação da Moody's ou da Standard & Poor's, organismos internacionais de referência na área de classificação de risco de crédito. Para o autor, passivos não onerosos tais como contas a pagar são excluídos do cálculo do WACC para evitar inconsistências e simplificar a avaliação. De acordo com o autor, estes custos estão implícitos no preço pago pelos bens adquiridos e alteram o fluxo de caixa livre, pois são incluídos na variação do capital de giro.

Determinado o custo dos empréstimos, aplicam-se os benefícios fiscais decorrentes do Endividamento. No Brasil deduz-se atualmente 34% do custo do empréstimo, correspondente ao valor do imposto de renda e da contribuição social.

2.4.6 PROJEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA

O período explícito de projeções dos fluxos de caixa deve ser suficientemente longo até a empresa alcançar um estado estável. A partir deste ponto assumi-se que a empresa terá um contínuo crescimento.

As seguintes formas de projeção da taxa de crescimento são destacadas por DAMODARAN (1999):

a) modelo do crescimento nulo: é o modelo no qual os fluxos se mantêm constantes infinitamente. É uma metodologia de fácil aplicação, mas de pouco valor em termos de avaliação da empresa, já que todo o conceito de FCD está baseado na geração futura de valor.

b) modelo de crescimento constante ou Modelo de Gordon: modelo no qual os fluxos crescem a uma taxa constante. O autor sugere que o Modelo de Gordon seja utilizado para empresas que já atingiram significativa estabilidade e não pretendem ampliar o negócio, neste modelo a taxa de crescimento dos fluxos não pode ser maior que a taxa de crescimento da economia.

c) modelo de dois períodos de crescimento: segundo este modelo há dois períodos de crescimento dos fluxos da empresa. No primeiro adota-se um crescimento não nulo, e no segundo adota-se um crescimento infinito, não nulo ou nulo. Este modelo é indicado para empresas que ainda não se consolidaram, e apresentam expectativas de alto crescimento num primeiro momento e posterior consolidação.

d) modelo H: neste modelo a taxa de crescimento decresce em função do tempo até atingir um nível de crescimento estável. Possui também dois estágios de crescimento, mas a taxa diminui linearmente, amenizando a mudança brusca de taxa de crescimento.

e) modelo com três ou mais períodos de crescimento: uma variante do modelo de dois períodos de crescimento. Utilizado em casos aonde previamente se sabe que fatos relevantes causarão alterações na taxa de crescimento.

2.4.7 VALOR RESIDUAL

“O valor de determinada empresa pode ser obtido pela soma do valor presente do fluxo de caixa livre durante o período de previsão explícita e o valor presente do fluxo de caixa livre após o período de previsão explícita - perpetuidade –“ (COPELAND et al, 2002).

O valor presente da perpetuidade que cresce em taxa constante (g) e pode ser expresso pela fórmula abaixo:

$$VP_{\infty} = \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+i)^n} \quad \dots(10)$$

Onde,

VP_{∞} é o valor da perpetuidade;

FC_n é o valor do n ésimo fluxo de caixa, a partir do qual supõe-se estabilidade;

i é a taxa de desconto;

g é a taxa de crescimento da perpetuidade.

n é o número de períodos previstos.

A estimativa mais acurada possível da perpetuidade é fundamental para o valor da empresa, já que, a perpetuidade representa, em muitos casos, grande parte do valor total. Em caso de empresas que estão em início de operação ou que realizam investimentos consideráveis na fase de projeção, o valor da perpetuidade representará a maior parcela do valor total da empresa, uma vez que, os investimentos realizados no início da projeção deverão gerar caixa nos anos futuros (COPELAND *et al*, 2000).

2.5 AVALIAÇÃO PELA TEORIA DE OPÇÕES REAIS

“O termo opção real pode ser visto como um meio de capturar a flexibilidade que os administradores possuem ao tomar decisões de investimento ou operações” ESTY (1999). Este método incorpora a flexibilidade que o administrador tem de adiar um investimento, expandir, ou mudar de estratégia.

O modelo de opções reais tem como base de avaliação os mesmos modelos de avaliação de opções desenvolvidos para o mercado financeiro, o modelo *Black and Scholes* (1973), posteriormente modificado por ROBERT MERTON de forma a incorporar os fluxos de caixa ao longo do prazo da opção.

De forma simplificada, pode-se dizer que um contrato de opção é basicamente um contrato no qual o emissor da opção garante ao comprador o direito de compra (*call option*) ou venda (*put option*) de um determinado ativo de referência, a um preço pré estabelecido, denominado preço de exercício (*strike price*).

Opções Europeias são aquelas onde o exercício somente se realizará na data de vencimentos do título. Opções Americanas são aquelas em que o seu detentor pode exercê-la em qualquer período até a data de vencimento.

2.5.1 MODELAÇÃO DO MÉTODO

Existem alguns modelos que permitem a determinação teórica de uma opção. Dentre elas o modelo amplamente utilizado e citado pelos autores estudiosos do tema está o modelo *Black and Sholes*, que proporcionou o Prêmio Nobel de Economia de 1997 a um de seus autores. De forma geral, apenas cinco variáveis precisam ser identificadas a fim de que se determine o preço de equilíbrio de uma opção.

A equação sugerida por *Black and Sholes* está apresentada abaixo:

$$C = [S \times N(d1)] - [X \times e^{-Rt} \times N(d2)] \quad \dots(11)$$

Onde:

C	é o preço de uma opção de compra;
S	é o preço da ação hoje;
X	é o preço de exercício;
R	é a taxa livre de risco;
T	é o tempo até o vencimento;
σ	é a volatilidade do ativo;

$$d_1 = \frac{LN(S / X) + [r + (\sigma^2 / 2) \times T]}{\sigma \times \sqrt{t}} \quad \dots(12)$$

$$d_2 = \sigma \times \sqrt{t} \quad \dots(13)$$

N(.) é o valor da tabela da probabilidade acumulada até os valores de d1 e d2 na distribuição normal padrão.

Cada um dos fatores descritos pode influenciar no valor da opção. O impacto de cada um deles depende do direito que a opção confere (compra/venda); tipo de exercício da opção (européia/ americana) e ativo em questão.

A variável σ (volatilidade), oferece maior dificuldade para ser determinada, pois ela não pode ser diretamente observada, devendo, portanto, ser estimada.

As principais variáveis para a avaliação de opções são valor do ativo de referência, variância do valor deste ativo, preço de exercício, prazo, taxa de referência ou taxa livre de risco.

Tabela 4– Comparação entre uma opção de compra e uma oportunidade de investimento.

Oportunidade de Investimento	Variavel	Opção de compra
Valor Presente de uma empresa a ser adquirida	S	Preço do ativo base
Investimento necessário para adquirir os ativos de um projeto	X	Preço do exercício
Prazo que a decisão de investir pode ser adiada	T	Prazo até o vencimento
Custo do capital	R	Taxa livre de risco
Risco do projeto	σ^2	Desvio padrão do Ativo Base

Fonte: Lintz A., 2001

Segundo LUEHRMAN (1998), as variáveis necessárias para a avaliação de projetos podem ser comparadas às variáveis de uma opção de compra, descritas conforme a tabela acima.

Tabela 5– Comparação entre uma opção de compra e uma opção de venda.

Fator	Valor da Opção de compra	Valor da Opção de Venda
Aumento no preço do ativo	Aumenta	Diminui
Aumento no preço de exercício	Diminui	Aumenta
Aumento na Volatilidade	Aumenta	Aumenta
Aumento do Vencimento	Aumenta	Aumenta
Aumento na Taxa	Aumenta	Diminui
Aumento dividendos Pagos	Diminui	Aumenta

Fonte: Damodaran (1997)

O preço de uma opção é influenciado pelos diversos fatores que caracterizam o ativo objeto, conforme se observa na tabela 5.

A semelhança entre as opções reais e as opções financeiras também é visível quando comparadas as possíveis perdas ou ganhos que um determinado investimento de capital pode vir a gerar.

2.5.2 QUANDO UTILIZAR O MÉTODO DE OPÇÕES REAIS?

A utilização do modelo de opções reais se torna necessário quando um ou mais dos seguintes cenários se faz presente:

- a) existe uma decisão de investimento sendo avaliada;
- b) adiamentos de investimentos devido a indefinições políticas ou econômicas no contexto que empresa está inserida;
- c) a empresa tem sua expansão de negócios baseadas em fusões e aquisições que podem ou não darem certo;
- d) existirão renovações ou concessões ao longo da vida da empresa;
- e) existirá uma correção de estratégia por parte da empresa.

Como é possível ser observado, as oportunidades de expansão de uma empresa podem ser vistas como sendo análogas às opções de compra, negociadas no mercado financeiro. COPELAND *et al* (1994) classifica as opções sobre investimentos em cinco categorias:

a) opção de abandonar é equivalente a uma opção americana de venda. Caso ocorra um resultado ruim após algum tempo, o investidor pode abandonar o projeto e reaver o valor investido ao valor de mercado. É importante lembrar que um projeto que tem a possibilidade de abandono é mais valioso que o mesmo sem essa possibilidade.

b) opção de adiar um investimento é equivalente a uma opção americana de compra. O custo de investimento esperado pode ser interpretado como o preço de exercício de uma opção. O resultado líquido menos a depreciação do ativo desenvolvido é o custo de oportunidade do adiamento do investimento. Se este custo de oportunidade for muito alto, o investidor poderá exercer a opção de investir antes do previsto.

c) opção de expandir é equivalente a uma opção de compra americana. A opção de expandir dá ao investidor o direito, mas não a obrigação de fazer um investimento. Ao passo em que as condições do projeto passarem a ser favoráveis, o investidor pode exercer a opção de expandir.

d) opção de contratar é equivalente à opção de venda americana. Alguns projetos podem ser planejados de forma a possibilitar a contratação futura de produção, como acontece, por exemplo, com a indústria automobilística e de construção civil.

e) opção de alternância é equivalente tanto a uma opção de compra quanto a uma opção de venda, como por exemplo, a opção de reiniciar ou encerrar um projeto. Um projeto que pode ter as suas operações flexibilizadas tem como o custo de encerrar ou reativar suas atividades visto como preço de exercício de uma opção.

Embora o modelo de opções reais possa ser uma solução adequada na avaliação de determinadas empresas, a complexidade do modelo é um dos pontos de fragilidade, levando a não utilização em larga escala por administradores que lidam com decisões de investimento. Outro ponto de fragilidade apontado por DAMODARAN (1999) são as hipóteses requeridas que não são preservadas em boa parte de investimentos encontrados pelas empresas.

“Muitos trabalhos relacionados à aplicação da teoria de opções reais procuram identificar um ativo negociado no mercado financeiro que seja altamente correlacionado com o projeto de investimento a ser realizado. Desse modo, a aplicação da teoria de opções reais apresenta maior desenvolvimento em áreas cujos investimentos estão relacionados com o preço de commodities, uma vez que as informações sobre estes ativos são observados no mercado financeiro”. MEIRELLES et al (2003)

2.6 A INFLUÊNCIA DO RISCO BRASIL NO VALOR DA EMPRESA

A intensificação do processo de integração dos mercados financeiros implicou em um crescimento contínuo no volume de recursos alocados nos mercados financeiros de todo o mundo, seja ele desenvolvido ou não. Desta forma, os investidores passaram a avaliar as condições econômicas não só das empresas pretendidas como também a economia do país em questão.

Crises recentes como a crise da Ásia em 1997, da Rússia em 1998 e mais recente a dos Estados Unidos com a questão do Sub-Prime em 2007, constituem exemplos de como a economia mundial está interligada. Isso ocorre, pois os fluxos financeiros internacionais nos últimos anos ganharam uma grande escala.

Segundo CHAN (1992) “o processo de integração dos mercados pôde ser observado já em meados dos anos 70 nos Estados Unidos, quando o mercado financeiro norte americano passou a dar sinais de crescente integração internacional.”

O crescimento do mercado de capitais na Ásia e na América Latina possibilitou novas oportunidades a investidores estrangeiros que, no desejo de auferirem lucros, passaram a lidar com incertezas econômicas e institucionais de países emergentes. Contudo, os lucros maiores oferecidos por estes países implicam em maiores riscos.

O uso explícito de valores de risco país no cálculo do custo de capital próprio confirma a influência no processo de decisão de investimento, permitindo afirmar que o risco país entra no cálculo de capital próprio da empresa. Como o custo médio ponderado de capital é utilizado como taxa de desconto dos fluxos de caixa futuro da empresa, no caso do FCD, a variação no custo de capital próprio afeta o valor da empresa.

Este trabalho utilizou como medida de Risco Brasil a parcela do Índice EMBI+, referente ao Brasil do Jp Morgan, que considera um conjunto de títulos da dívida externa de países emergentes, conforme a classificação do Banco Mundial, informando qual o *spread*⁷ dos títulos internacionais desses países em relação aos títulos do tesouro norte-americano, tidos como títulos de risco país igual a zero.

⁷ A tradução do termo para a língua portuguesa é diferença de valores.

2.7 A ARTE DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

“Os métodos e modelos de avaliação aqui descritos visam buscar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as características e diferenciais da empresa avaliada. Todavia, observa-se que embora se trabalhe com métodos quantitativos, as avaliações incorporam premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos possíveis compradores e analistas, não estando, exclusivamente, fundamentadas nas técnicas das ciências exatas” (MONTEIRO *et al*, 2004).

Portanto, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando as mesmas metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para uma mesma empresa, pois partem de premissas, objetivos e perspectivas diferentes.

Constata-se que não existe um valor correto para cada empresa, passível de uma comprovação absoluta, mas sim, valores referenciais, apurados pelas diversas metodologias, que servirão de referência e subsídio ao processo de negociação entre eventuais compradores e vendedores na definição do preço da transação empresarial, onde a qualidade das informações utilizadas é condição vital para o êxito dos trabalhos de avaliação.

O método de avaliação de empresas através do fluxo de caixa descontado vem sendo considerado pelo mercado, como sendo o método tecnicamente mais adequado, pois incorpora, segundo ASSAF (1997), três princípios elementares e fundamentais em finanças para uma decisão criteriosa de investimentos. São eles:

- a) a avaliação é efetuada com base nos fluxos de caixa de natureza operacional;
- b) o método incorpora o risco na avaliação econômica de investimento, respeitadas as preferências do investidor com relação ao *trade-off* risco/retorno;
- c) Identifica ainda, o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar os proprietários de capital.

O modelo de fluxo de caixa descontado, adotado por este trabalho para a avaliação de Lojas Renner, tem sido a principal ferramenta de avaliação de

investimentos por parte dos analistas de mercado. Entretanto, é válido salientar que tais projeções de fluxo de caixa carregam consigo um nível de incerteza associado as suas projeções.

2.8 AVALIAÇÃO DE EMPRESA NO SETOR DE VAREJO

Com o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, inúmeros estudos de avaliação de empresas do setor varejista foram realizados por empresas de consultoria. Tais estudos baseiam-se, principalmente, na análise pela metodologia do fluxo de caixa descontado e por múltiplos de mercado.

Como o mercado de varejo não pratica um preço padronizado, ou seja, o seu produto não é uma *comoditie*⁸, há uma incerteza quanto aos preços praticados pelo mercado em geral. Os preços praticados pelas empresas de varejo são influenciados basicamente por cinco fatores:

a) risco de crédito: como o Brasil é um país de baixa renda percapita, o consumidor em sua vasta maioria depende amplamente de disponibilidade de crédito para adquirir os seus bens materiais e de consumo. Outro ponto chave no risco de crédito são as leis vigentes que quando não são falhas, possuem uma característica de protecionismo do consumidor. O certo é que existem órgãos responsáveis pelo bloqueio de crédito por parte dos consumidores devedores, embora estes órgãos existam há uma facilidade por parte do devedor em continuar adquirindo crédito junto a outros estabelecimentos comerciais, gerando um mercado consumidor com má histórico de pagamento.

b) distribuição de renda: o Brasil tem como característica uma má distribuição de renda. No setor de varejo quanto maior a distribuição de renda maior será o volume das vendas, pois a tendência do consumidor com o aumento de sua receita é de aumentar

⁸ Comoditie: mercadorias e insumos básicos.

o seu conforto, conseqüentemente aumentando o consumo, o que traria escala de vendas para as empresas do setor.

c) aumento de renda no Brasil: vem se expandindo nos últimos anos, mas comparando-se a renda percapita brasileira com a renda percapita dos trabalhadores internacionais, verifica-se que ainda há margens para a expansão de renda, o que resultaria em um consumo maior.

d) taxa de juros doméstica: como foi citado, o brasileiro depende amplamente da disponibilidade de financiamento para realizar as suas compras. Hoje a taxa de juros brasileira está em 11,75% a.a. que comparados a níveis internacionais ainda é muito alta, dificultando ou até mesmo impossibilitando o consumo. É importante fixar que as taxas de juros praticadas ao consumidor são bem mais elevadas que a taxa doméstica. Isso se deve basicamente a três fatores: a procura extensiva de crédito por parte dos consumidores, a grande inadimplência que faz com que as taxas praticadas sejam elevadas, fazendo com que o bom pagador arque com os prejuízos do mau pagador; e por último, a falta de oferta de crédito para os bons pagadores.

e) taxa de câmbio: uma taxa de câmbio elevada faz com que as empresas fornecedoras das empresas varejistas tenham preferência a exportar do que vender suas mercadorias no mercado interno, aonde o lucro é menor. Uma taxa de câmbio elevada não permite a entrada de concorrência de outros países na base da cadeia de fornecedores do setor varejista. Logo, uma taxa de câmbio menor traz mais resultados a empresas dos setores de varejo.

ANÁLISE ECONOMICA

3 O SETOR DE VAREJO

O varejo integra funções clássicas de operação comercial: procura e seleção de produtos, aquisição, distribuição, comercialização e entrega. É tradicional absorvedor de mão-de-obra, historicamente menos qualificada que a empregada no setor industrial, caracterizando-se pela alta rotatividade do emprego, no entanto, tem a função de setor compensatório do desemprego na indústria. Essa função compensatória tende a ser reduzida, uma vez que, o novo padrão de concorrência no ramo do varejo, também exige o emprego de tecnologias poupadoras de mão-de-obra, exigindo uma melhor qualificação dos empregados.

A sazonalidade da demanda no ramo de varejo é significativa e seus efeitos devem estar refletidos nas estratégias das empresas. Existe forte suscetibilidade à política econômica, sendo que, o volume de vendas responde de maneira relativamente rápida às mudanças na conjuntura macroeconômica e nos indicadores mais diretos de renda dos consumidores.

3.1 CLASSIFICAÇÃO SETORIAL

Uma das características do setor de comércio e serviços é a ausência de uma tipologia adequada para a definição do setor, que tem características próprias e diferenciadas do ponto de vista acadêmico e analítico, englobando diversas atividades não comparáveis entre si. Contudo, não existe uma classificação única para o setor tanto no meio acadêmico quanto nos órgãos oficiais públicos ou os representativos de classes. O IBGE⁹ tem a classificação mais abrangente das atividades consideradas de

⁹ IBGE: Instituto Brasileiro de Geo Estatística.

comércio e serviço, que engloba comércio de mercadorias, transportes, comunicações, serviços pessoais e auxiliares, atividades financeiras e governamentais.

Segundo o IBGE, o comércio no Brasil, tradicionalmente, é dividido em dois grandes segmentos, alimentos e não alimentos; ou, ainda mais comumente, entre bens de consumo duráveis, semi-duráveis e não duráveis. As duas definições compreendem diversas categorias de lojas, sendo que a última inclui a venda de veículos e autopeças e material de construção.

De acordo com a Bovespa¹⁰, a estrutura para a classificação setorial adotada por ela, foi elaborada considerando-se, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, com os seguintes propósitos:

a) fornecer uma identificação mais objetiva dos setores de atuação das empresas, já a partir do primeiro nível da estrutura;

b) permitir uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos/serviços relacionados e tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas;

c) facilitar a localização dos setores de atuação das empresas negociadas;

d) aproximar-se de critérios utilizados pelo mercado financeiro nacional e internacional.

Para a classificação das empresas, foram analisados os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias. No caso de companhias de participação, foi considerada a contribuição de cada setor na formação das receitas consolidadas, sendo que:

a) se algum setor representou participação maior ou igual a dois terços das receitas, a empresa de participação foi classificada nesse setor;

¹⁰ Bovespa: Bolsa de valores de São Paulo.

b) caso contrário, a empresa de participação foi classificada como holding diversificada.

A estrutura setorial e a classificação das empresas negociadas são revisadas periodicamente de acordo com a Bovespa. No caso de haver alterações nos produtos ou serviços com maior contribuição para a formação das receitas, deve-se verificar se essas alterações se mantêm ao longo do tempo ou constituem-se numa tendência, antes que seja feita a reclassificação setorial da empresa. Ainda de acordo com a Bovespa a classificação setorial em que as Lojas Renner está inserida é apresentada no quadro abaixo:

Tabela 6 – Setor econômico das Lojas Renner

Setor Econômico	Sub-Setor	Segmento	Empresas Componentes
Consumo Cíclico	Comércio	Tecidos, Vestuário, Calçados	Grazziotin; Guararapes; Lojas Hering; Lojas Renner; Marisa

Fonte: Bovespa (Novembro 2007)

É válido lembrar que as empresas citadas pela Bovespa no quadro acima excluem as empresas que não estão listadas em bolsa e que representam cerca de 95% do mercado de varejo.

Para os bens não-duráveis, um indicador relevante, devido à influência que exerce sobre o consumo de alimentos pelas classes de menor poder aquisitivo, é o salário mínimo. As variações nas vendas de bens duráveis e semi-duráveis são mais sensíveis às variações na massa salarial. A disponibilidade de crédito é variável de fundamental importância, especialmente para as vendas da chamada linha branca. Sendo produtos de maior valor, as vendas a prazo predominam. A grande maioria das empresas de comércio oferece algum tipo de financiamento ao cliente final incluindo o setor de venda de alimentos. Necessária ao consumidor, a venda financiada, ao mesmo tempo em que potencializa negócios e diferencia serviços prestados, requer empresas capitalizadas em bases sólidas, devido ao risco de inadimplência.

O nível de emprego, obviamente, tem papel preponderante em relação ao tamanho do mercado. As empresas do setor estão atentas ao crescimento do mercado

e do emprego informal, por exemplo, abolindo exigências de comprovantes de rendimento ou vínculos empregatícios na concessão de facilidades de compras.

3.2 CONCORRÊNCIA

A disputa pelo consumidor, cada vez mais exigente e informado, que tem à disposição uma oferta crescente de artigos, e que apresenta diferentes perfis e hábitos, está gerando uma multiplicação de estratégias e uma certa convergência de formatos no varejo .

Atualmente, tanto a nível mundial quanto nacional, a intensa concorrência tem levado a redefinições de cada tipo de loja ou serviço oferecido, cada um ampliando suas atividades tradicionais na direção de funções características de outros formatos ou dedicando-se a nichos específicos de mercado.

Não há, portanto, um formato ideal de varejo, sendo mais importante a busca pela eficiência no negócio escolhido e a definição de opções estratégicas consistentes. A concorrência é crescente entre mesmos formatos, entre formatos diferentes e até mesmo entre fornecedores e varejistas (principalmente, no caso de supermercados, no que diz respeito à disputa entre marcas de produtor e marcas de distribuidor).

Em termos de estratégias, a diversificação da atuação tem papel importante, e objetiva atingir todo o mercado com conceitos diversos, podendo ocorrer pela abertura de lojas de diferentes formatos por um mesmo grupo. Vem se verificando também a expansão de grupos por fusões ou aquisições, a especialização também encontra mercado: concentrar-se apenas em uma estratégia, obtendo os ganhos de escala decorrentes a nível de marketing, logística ou recursos humanos. A escala confere competitividade principalmente no caso de *commodities*, como os eletroeletrônicos.

Vantagens competitivas possíveis de serem obtidas parecem estar cada vez mais centradas na eficiência da estrutura de custos, na qualidade, atendimento e serviços oferecidos, do que em sortimento de produtos e preços, que tendem a ser muito parecidos. Conceitos como os de fidelização dos clientes e do valor atribuído pelos consumidores à relação custo/benefício da compra têm sido mais explorados

pelos integrantes do setor, bem como, verificam-se esforços de melhor gestão (gerenciamento de espaço e de categorias, *ECR-efficient consumer response, etc...*). A localização, ou o ponto, área de influência e o conhecimento do cliente-alvo são fundamentais para todo o comércio varejista.

3.3 HISTÓRICO DO VAREJO NO BRASIL

Nas últimas três décadas, o padrão observado do consumo familiar brasileiro de bens e serviços apresentou clara segmentação, devido ao perfil de distribuição de renda nacional. Com isso, as faixas A e B sustentaram a expansão da indústria de bens duráveis, enquanto que as faixas C e D concentraram as despesas em bens não-duráveis.

De 1986 a 1993 o período foi fortemente marcado por recessão e inflação, movimentos de *stop-and-go*¹¹, incertezas políticas e sucessivas tentativas fracassadas de estabilização do crescimento, diminuição do salário médio, distorção de preços relativos e erosão do poder de compra dos consumidores. As conseqüências foram negativas sobre a demanda e houve queda expressiva nas vendas do varejo brasileiro;

O consumo ficou concentrado em bens básicos como alimentos, sendo que as maiores taxas de crescimento foram apresentadas pelos segmentos de supermercados comparativamente ao segmento de lojas de departamento similares.

No desempenho mais recente do setor, dois processos foram decisivos: a abertura da economia, iniciada em 1990 e a estabilização econômica, com a implantação do Real (julho de 1994). A abertura da economia promoveu o aumento da concorrência em todos os setores do varejo brasileiro, a liberação das importações, uma maior variedade dos produtos ofertados e o realinhamento de preços no setor. Também se viu a entrada no mercado de cadeias internacionais, destacando-se a gigante americana Wall Mart, de atuação agressiva, em função do potencial de crescimento das vendas e saturação dos mercados dos países desenvolvidos.

¹¹ Referente aos movimentos cíclicos da economia em geral.

O Plano Real deu ao brasileiro a estabilidade da moeda e aumento de poder aquisitivo, especialmente a de mais baixa renda, resultando em crescimento do consumo, principalmente de alimentos e bens semi-duráveis. Em 1994, em relação ao ano anterior, houve crescimento real de 17,05% das vendas no varejo, excluindo o segmento de veículos, segundo dados da Federação de Comércio do Estado de São Paulo-FCESP.

Desde então o receio quanto a uma inflação de demanda fez com que o governo adotasse medidas restritivas do crédito, mantendo os juros altos e reduzindo as tarifas de importação, gerando o aumento das importações de bens de consumo.

3.4 ASPECTOS DO VAREJO NO BRASIL

A convivência com o processo inflacionário crônico característico da economia brasileira até recentemente, entre outros motivos, fez com que as empresas brasileiras não procurassem competir com base em estratégias articuladas voltadas para a redução de preços e custos. Ao contrário, em épocas de alta inflação, observou-se o comportamento ofensivo dos lojistas, caracterizado pela prévia e constante remarcação de preços; a lucratividade financeira tornou-se tão ou mais importante que a operacional.

O varejo brasileiro, em geral, caracterizava-se pelos seguintes fatores, de acordo com publicações especializadas do setor:

- a) concorrência por região ou regionalização da concorrência: lojas especializadas operando a nível local, cadeias de médio porte atuando a nível regional e poucas cadeias de lojas ao nível nacional;
- b) concentração regional: as maiores empresas e seus fornecedores estão na região Sudeste e Sul, exceção para fornecedores de eletrônicos;
- c) relacionamento na cadeia de fornecimento restrito ao âmbito comercial - negociações de preço e formas de pagamento;

d) precário fluxo de mercadorias entre fornecedor e varejista (ausência de padronização na paletização, embalagens inadequadas, falta de planejamento de entrega, etc...);

e) disparidades acentuadas entre o padrão de gestão das empresas, em função do grau de profissionalização, predominando a gestão familiar;

f) setor intensivo em mão-de-obra, apresentando elevado *turn-over*,¹²

g) disparidade de qualidade entre padrões de controle interno (principalmente em estoques e compras);

h) Informalidade nas operações;

i) freqüente indefinição de foco do negócio;

j) elevado endividamento de algumas empresas.

3.5 REESTRUTURAÇÃO DO VAREJO NO BRASIL

Os anos 90 trouxeram várias mudanças que impactaram o setor, como a liberação das importações e aumento da concorrência interna. A entrada de participantes externos e o conseqüente transplante de conceitos mais modernos de operacionalidade, impuseram a necessidade de profundas transformações para a maior parte das empresas.

O plano Real, conforme mencionado, impulsionou o setor do comércio na busca por maior eficiência e por maiores espaços de mercado, verificando-se, com freqüência, a disputa pelo atendimento aos consumidores das classes C, D e E, cuja demanda reprimida é grande, tanto por alimentos e gêneros de primeira necessidade, quanto por bens de consumo duráveis e semi-duráveis.

As medidas de restrição à demanda (limitações de crédito, elevado custo do dinheiro) adotadas pelo governo logo após o crescimento do consumo desencadeado pelo Plano Real e o aumento da inadimplência. Isso afetou as empresas varejistas que já enfrentavam dificuldades em razão de inadequações operacionais e administrativas e

¹² Termo em inglês que significa utilização de mão de obra.

expôs as dificuldades de parte do setor em se adaptar rapidamente e inserir-se no novo padrão de competitividade.

Desde então, um consumidor promíscuo que está sempre atento às mudanças do mercado, devido à expansão dos meios de comunicação e da concorrência, fez com que as empresas redirecionassem suas estratégias buscando a satisfação total do cliente. Na prática, as empresas buscaram adequar-se ao gosto do consumidor, estando nos pontos de preferência do consumidor e buscando produtos e atendimentos diferenciados, aliados à facilidade de pagamento, geralmente promovido por um cartão de crédito da própria loja.

3.6 TENDÊNCIAS DO VAREJO

Dentre as principais tendências das lojas de vestuários, no qual a Renner está inserida, deve-se destacar a forte preferência dos consumidores de classe A e B pelos *Shoppings Centers*, buscando roupas e acessórios dentro do contexto *fashion* que contemplam o modismo geralmente importado dos grandes centros da moda como Paris e Milão. As lojas de departamento que tiveram a sensibilidade de prever as tendências do mercado e buscar, na base de fornecedores locais, adaptar seus produtos ao gosto do consumidor, terão uma ótima vantagem competitiva. Também existe uma tendência à automação do atendimento e das vendas por parte das lojas de departamento, utilizando-se da internet como ferramenta principal. Outra tendência é o ganho de escala, que não só permite um maior índice de faturamento bruto por funcionário, mas também permite um poder de barganha maior junto ao fornecedor.

3.7 SHOPPING CENTERS

No Brasil, o setor de *Shopping Centers* representa parcela de 14% do total do varejo (exceto automóveis) e vem mostrando um firme crescimento. Atualmente, vislumbra-se uma fase de consolidação, proporcionada pelo investimento direto estrangeiro em alguns grupos nacionais, assim como, pela abertura de capital de diversas empresas, o que tem permitido o incremento do faturamento. Esses investidores, em linhas gerais, estão apostando no crescimento da renda da classe média no Brasil.

“Recente estudo do Goldman Sachs estima que a classe média brasileira deve dobrar de tamanho até 2015, com impacto importante no mercado e nos padrões de consumo”Fonte: *Valor Online* (3.7.2007).

O mesmo estudo define como classe média no Brasil, na Rússia, na Índia e na China – os chamados países BRICs – a parcela da população com renda acima de US\$ 3 mil anual. No total, a instituição prevê que 2 bilhões de pessoas devem ascender para a classe média nesses quatro países nos próximos vinte anos, no que chama de “novos consumidores num novo mundo”. A previsão é de que o número de pessoas com rendimento acima de US\$ 3 mil deve crescer dez vezes até 2015 na China e 14 vezes na Índia, no rastro da expansão econômica por volta de 9% ao ano nos dois países.

Atualmente, o setor de *Shopping Centers (SC)* atingiu elevado nível de modernização e diversificação e assumiu participação expressiva nas vendas totais do setor de varejo. Segundo a ABRASCE¹³, nos EUA o setor de SC já representava uma generosa parcela de 54% do mercado em 2005 (com exceção do setor automotivo).

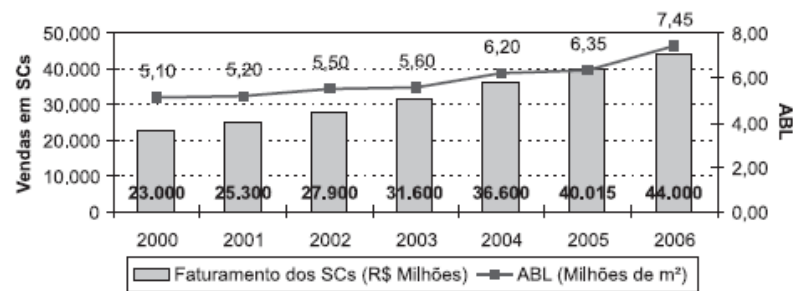
¹³ ABRASCE – Associação Brasileira de Shopping Centers

Tabela 7– Principais Países em m² de S.C.

	ABL (Em Milhões de m ²)	ABL/1.000 HABITANTES (Em m ²)
EUA	636,9	1.872,2
Japão	41,4	302,7
Canadá	40,2	1.127,9
Reino Unido	13,7	226,8
França	12,9	212,9
Austrália	11,5	589,7
Alemanha	11,3	136,6
México	11,2	81,0
África do Sul	11,0	245,5
Espanha	8,2	203,9
Brasil	7,5	39,5
Itália	7,4	128,2
Malásia	6,8	285,0
Holanda	5,3	323,1
Polónia	3,9	102,3

Fonte: ABRASCE (2007)

A tabela 7 é apresentada pela Associação Brasileira de *Shopping Centers* (Abrasce), entidade que reúne 163 *shoppings* associados no país. Mostra os países que se destacam em Área Bruta Locável (ABL) de SC, evidenciando que no Brasil o setor ainda tem muito a crescer em termos de área de *Shopping Centers*.

**Figura 2 – Evolução do Mercado no Brasil**

Fonte: ABRASCE (2007)

O gráfico acima mostra que do ano 2000 ao ano 2006 o faturamento dos SCs praticamente dobrou de valor, indicando um crescimento médio de 15% ao ano. Segundo a ABRASCE com base nos dados de novembro de 2007 o crescimento do faturamento já é de 13% comparados ao ano de 2006.

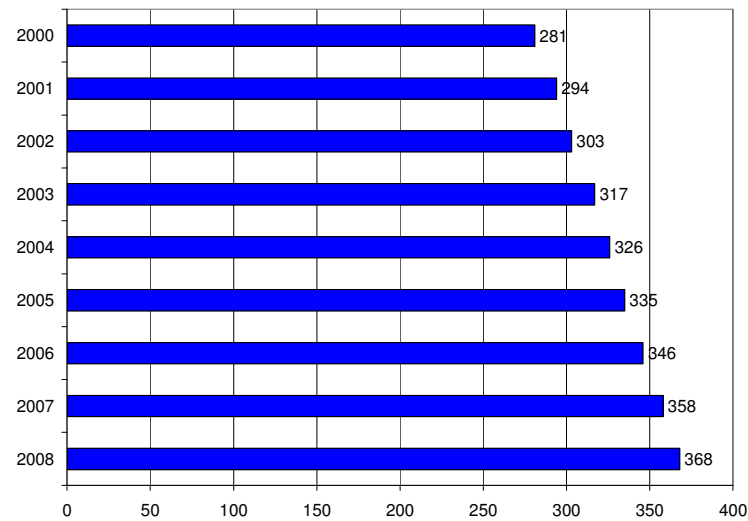


Figura 3 – Evolução do número Shopping Centers no Brasil

Fonte: ABRASCE (2007)

O número de SCs no Brasil, hoje segundo a ABRASCE é de 358. Para o ano que vem já está prevista a conclusão de mais dez *Shoppings Centers*, o que representará um crescimento de 17% no setor.

Atualmente, o setor vem ganhando novo impulso em função das boas condições da economia. Isso atraiu o interesse inicialmente dos investidores estrangeiros especializados no setor, que vêm adquirindo participações em diversos grupos nacionais, como mostra a tabela a seguir:

Tabela 8 – Investimentos Recentes de Grupos Estrangeiros no Brasil

DATA	COMPRADOR	PARCEIRO LOCAL	INVESTIMENTO TOTAL
Maio de 2005	General Growth Properties (GGP)	Aliansce	US\$ 35 milhões (50%)
Julho de 2006	Cadillac Fairview	Multiplan	US\$ 500 milhões (46%)
Setembro de 2006	Ivanhoe Cambridge	Ancar	US\$ 75 milhões*
Outubro de 2006	Developer Diversified (DDR)	Sonae Sierra Brasil	US\$ 150 milhões (50%)
Novembro de 2006	Equity International & GP Investments	BR Malls/Ecisa	Cada empresa pagou US\$ 85 milhões por 27,5% de participação

Fonte: Jornal O Valor Econômico, Broadcast e UBS Pactual (2007)

O setor também recebeu investimentos diretos das empresas atuantes no mercado de capitais, em função das condições favoráveis de captação de recursos via emissão e venda de ações. Em termos regionais, em 2006, cerca de 56% do estoque

total de SCs e 60% da ABL total encontravam-se na Região Sudeste, com destaque para a participação do Estado de São Paulo e do Estado do Rio de Janeiro.

A Região Sudeste tem ainda a maior participação nos novos investimentos em SCs. Somente na cidade de São Paulo, estão em construção os *shoppings* Parque Cidade Jardim, Bourbon Pompéia, Vila Olímpia, Bela Vista, Metrô Itaquera e Santana, sem contar as obras de expansão dos principais *shoppings* da cidade, como o Iguatemi, o Ibirapuera e o Pátio Higienópolis. A Região Nordeste – principalmente, os estados da Bahia, Pernambuco e Ceará – também têm atraído grande parte dos novos empreendimentos.

3.8 PERFIL DO CONSUMIDOR

O perfil do consumidor em SC é apresentado pela figura que segue. Pode-se observar que a grande maioria dos consumidores (42%) que freqüentam SC está disposta a fazer compras. Também devemos ressaltar que o consumidor de SC está menos preocupado com o preço da mercadoria e mais concentrado em qualidade de produtos e atendimento. Outro aspecto positivo dos SC apontado pelo consumidor é a facilidade de acesso a ele, seja por meio de transporte coletivo, ou por meio do seu amplo estacionamento. Estas questões aliadas a segurança, dos Shopping Centers tornam-no um local preferido pelos consumidores para a realização de suas compras.

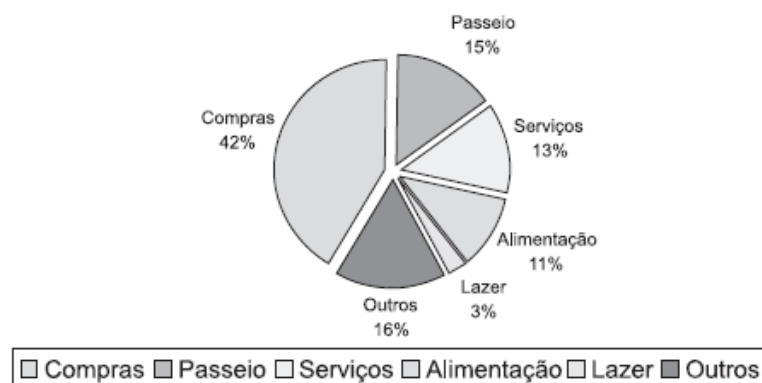


Figura 4 – Perfil do Consumidor de *Shopping Centers*

Fonte: ABRASCE (2006)

No que tange ao *mix* de lojas dos SCs no Brasil, pesquisa da Abrasce revela que, em média, as lojas-âncoras ocupam 42% da área total dos *shoppings* e o restante distribui-se da seguinte forma:

- a) 35% são ocupados por lojas-satélites;
- b) 12% por estabelecimentos de lazer (em especial, cinemas);
- c) 6% por serviços (predominantemente, bancos, caixas eletrônicos, lotéricas e cabeleireiros);
- d) 5% por estabelecimentos de alimentação.

As principais âncoras são as lojas de departamento (a grande maioria, de vestuário), hipermercados e cinemas. Entre as lojas-satélites, o principal segmento é o de vestuário. As principais categorias de produtos são: vestuário, produtos para o lar, eletrodomésticos, lazer, brinquedos e alimentação. Observa-se que, em geral, as lojas-âncoras trazem fluxo de consumidores ao SC, enquanto as lojas-satélites, respeitadas as proporções, são as maiores provedoras de receitas de aluguel por m² de ABL.

Entre as principais lojas-âncoras, destacam-se: Lojas Americanas, C&A, Renner, Riachuelo, Casas Bahia, Ponto Frio, Centauro, Marisa e Leader Magazine (Abrasce, 2006).

4 O VAREJO E A ECONOMIA

Como já foi dito anteriormente, o comércio de um modo geral é muito sensível a mudanças na conjuntura econômica do Brasil. Variáveis como: emprego, distribuição de renda, crescimento da renda do consumidor, taxa de juros dos empréstimos e inflação, impactam diretamente no poder de consumo da população. Nesta etapa do trabalho procurou-se explicar como cada um destes fatores vêm se modificando ao longo da história do Brasil, de forma a ajudar a projetar o horizonte econômico que o ramo de varejo, mais especificamente das Lojas Renner irá encontrar.

4.1 EVOLUÇÃO DO CRESCIMENTO ECONÔMICO MUNDIAL

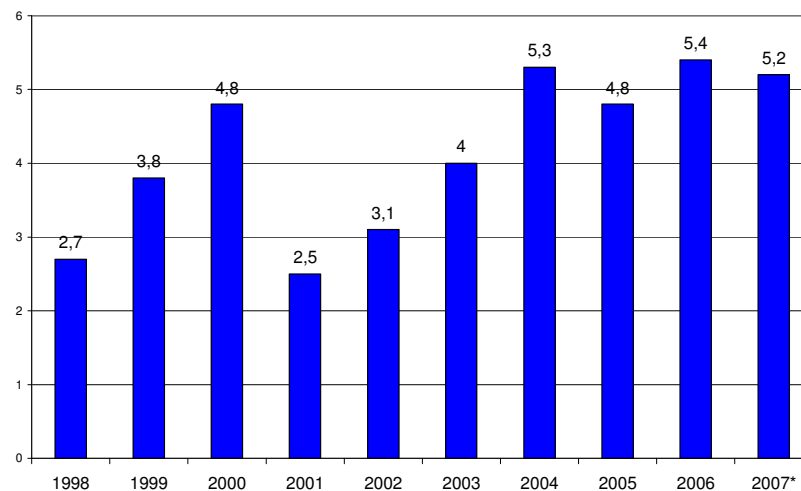


Figura 5 – Pib Mundial
Fonte: FMI (2007)

O volume de vendas do comércio está fortemente atrelado ao crescimento econômico do Brasil e do mundo. A economia global vem crescendo a boas taxas nos últimos anos. Em 2005, o crescimento mundial foi de 4,8% e em 2006 a economia mundial cresceu 5,4%, o maior patamar de crescimento mundial já atingido. Para 2007,

segundo o FMI¹⁴, a perspectiva de crescimento mundial é de 5,2%. Assim, é esperado um crescimento na demanda por produtos de vestuário.

Ainda Segundo o FMI e os líderes dos bancos centrais dos países que integram o G10, a economia mundial vai manter-se dinâmica em 2008 e pode até ultrapassar a taxa de crescimento verificada neste ano, apesar dos crescentes riscos com relação ao preço do barril de petróleo e da crise de crédito do *Sub-prime*¹⁵ nos Estados Unidos. A inflação mundial também parece controlada, mesmo com a alta dos preços dos combustíveis e dos alimentos. Para os próximos anos, o FMI projeta que o crescimento mundial fique em torno de 4,5%a.a. até 5,0%a.a. até 2010.

Este ritmo de crescimento da economia global, especialmente da China, aumenta a procura por diversos produtos, inclusive vestuário e calçados. Isto provoca um aumento das taxas de utilização das capacidades globais e por consequência uma melhora dos preços internacionais e das margens (spreads) para os fabricantes.

4.2 CRESCIMENTO DO VAREJO NO BRASIL

O setor de varejo no Brasil estava estagnado até o ano de 2003, onde a indefinição política trazia ao investidor muita desconfiança quanto ao rumo do país. Passada esta indefinição política, o setor de varejo vem recebendo grandes investimentos por parte tanto de investidores internacionais quanto nacionais. Estes investimentos, a partir de 2004 resultaram num forte crescimento das vendas do setor, como é possível observar na figura a seguir.

¹⁴ FMI: Fundo Monetário Internacional

¹⁵ Crise de crédito imobiliário concedido a famílias com um maior grau de risco de inadimplência.

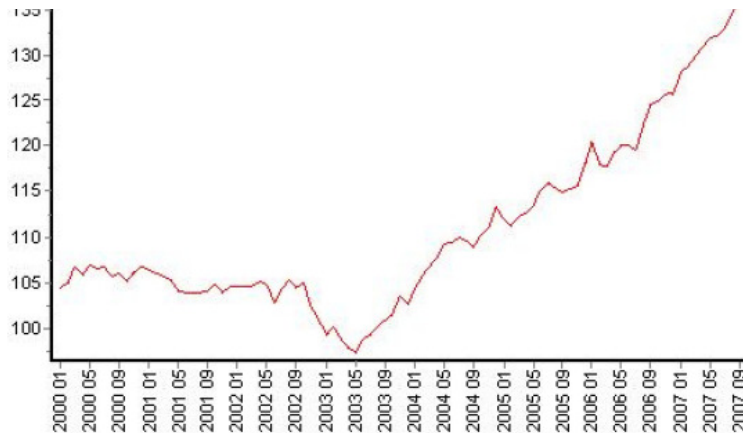


Figura 6- Volume de Vendas no Varejo Ajustando-se a Sazonalidade

Fonte: IPEADATA (2007)

O gráfico mostra o Índice de volume de vendas no varejo ajustando-se a sazonalidade, excluindo o comércio de veículos, motocicletas, partes e peças. Os dados apresentados datam de 14 de Novembro de 2007, fonte IPEADATA¹⁶. Pode-se observar que o volume de vendas no varejo estava estagnado até meados do ano de 2004 e a partir deste ponto ganhou escala, obtendo um crescimento sólido e seguindo uma tendência de alta. Isso se deve basicamente a três fatores: a estabilidade política e econômica do Brasil, a constante diminuição das taxas de juros e o aumento da renda do consumidor brasileiro.

4.3 DISTRIBUIÇÃO DA POPULAÇÃO DO BRASIL

No Brasil, o IBGE estima que 80% da população são pertencentes às classes C, D e E. Estas classes têm como característica a baixa mobilidade social, uma vez que o acesso à saúde e educação é precário. No país, medidas como Bolsa Escola e o Bolsa Família visam elevar as condições de vida da classe E. Estas medidas não alteram o consumo de bens semiduráveis, já que, os rendimentos auferidos pelos programas se destinam basicamente a insumos alimentícios de primeira necessidade.

¹⁶ IPEADATA: Instituto de Pesquisas e dados brasileiros Site: www.ipeadata.gov.br

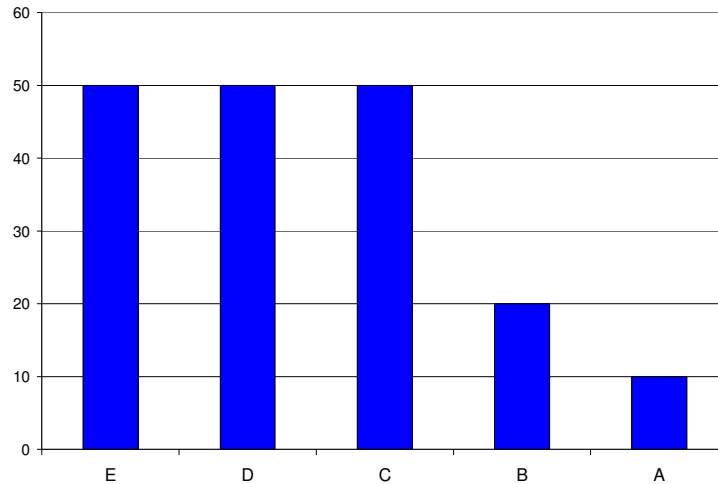


Figura 7- Distribuição das Classes Sociais no Brasil

Fonte: Banco Itaú (2007)

Segundo estudos encomendados pelo Banco Itaú, se o Brasil mantiver um crescimento do PIB na ordem de 4,5% ao ano e a renda do trabalhador continuar a aumentar durante este período, teremos então uma migração das classes D e E para as classes subseqüentes. Esta mudança de classe teria impacto direto sobre os bens de consumo duráveis e semiduráveis, já que, estas classes emergentes viriam de um consumo reprimido.

4.4 PROJEÇÃO DE MUDANÇAS DE CLASSES SOCIAIS

A tabela que segue está dividida em antes e depois da projeção de mudança de classes sociais. A análise mostra que haverá um aumento considerável das classes B e C, projetando um aumento dos ganhos disponíveis na economia na ordem de 13%, mesmo sem levar em consideração o aumento do ganho mensal de cada classe social.

Tabela 9- Projeção de Mudança de Classe Social

Classe Social	E	D	C	B	A	Brasil
						Tot.
% Famílias por Classe	30%	28%	27%	10%	5%	
Ganho Mensal R\$	446	877	1890	4221	9000	
Famílias (milhões)	14,7	13,7	13	4,7	2,5	
POP (milhões)	50,4	50,6	48,7	17,3	9	176
Reservas Disponíveis em R\$ (milhões)	78,641	144,324	294,938	235,694	266,464	1020,061
Senário Projetado						
Classe Social	E	D	C	B	A	Brasil
						Tot.
% Famílias por Classe	21%	23%	37%	13%	5%	
Ganho Mensal R\$	446	877	1890	4221	9000	
Famílias (milhões)	10,3	11,3	17,8	6,3	2,5	
POP (milhões)	35,4	41,7	66,5	23,4	9	176
Reservas Disponíveis em R\$ (milhões)	55,532	118,017	400,956	314,913	266,464	1155,882
Variação da População	-30%	-18%	37%	35%	0%	
Variação das Reservas Disponíveis	-29%	-18%	36%	34%	0%	13,3%

Fonte: Banco Itaú e IBGE (2007)

Conforme esta estimativa haverá um aumento de R\$ 185 Milhões nas classes B e C, que são as classes recorrentes das Lojas Renner, representando um aumento de 23% nas reservas disponíveis nestas classes. Desses R\$ 185 Milhões estima-se que 5% venha a ser empregado pelas famílias em bens de consumo semi-duráveis. Se esta previsão se mantiver, a receita das Lojas Renner será impactada positivamente durante os próximos anos.

Pode-se observar na tabela a seguir que o índice de desemprego vem se reduzindo a partir de 2003, e hoje se equipara ao mesmo nível do ano de 1996. Com o nível de desemprego em declínio é possível afirmar que a renda média das famílias está aumentando, e mais dinheiro está disponível na economia, refletindo num maior nível de comércio. Isso confirma as projeções feitas a cerca da ascensão das classes sociais menos favorecidas.

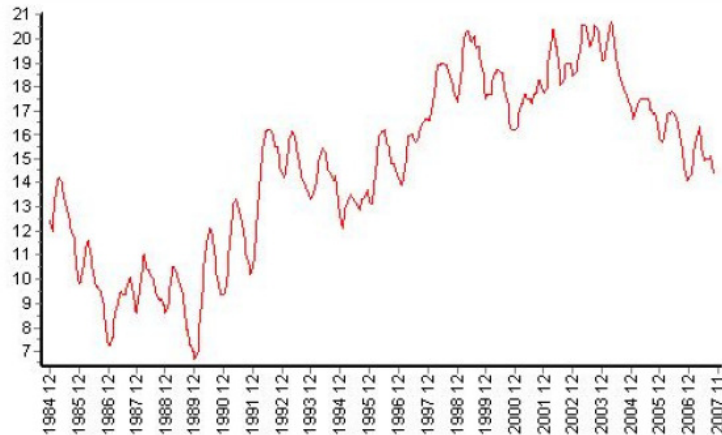


Figura 8- Desemprego na Região Metropolitana de São Paulo

Fonte: DIEESE¹⁷ (Novembro/ 2007)

O mercado de trabalho continua apresentando desempenho favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 9,5% em agosto, o mesmo patamar do mês anterior.

“Com relação ao mês de agosto 2006, houve importante recuo de 1,1 p.p., o sétimo consecutivo nessa base de comparação. Assim, a taxa média de desemprego nos oito primeiros meses de 2007 situou-se 0,5 p.p. abaixo da observada no mesmo período do ano anterior. O poder de compra dos trabalhadores, por sua vez, diminuiu 0,5% em agosto em relação a julho, a terceira queda mensal consecutiva. Em relação ao mesmo período do ano passado, entretanto, houve aumento de 1,2% e, no acumulado do ano até agosto, o incremento atinge 3,8%. Em consequência, a massa salarial real aumentou 6,8% nos primeiros oito meses do ano, frente ao mesmo período de 2006, constituindo-se em um dos fatores-chave para o crescimento da demanda. Com relação ao emprego na indústria de transformação, houve crescimento de 0,4% em agosto em relação a julho, e de 3,8% frente ao mesmo mês do ano passado, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) dessazonalizados pelo Banco Central. Por sua vez, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do processo de forte expansão do emprego formal celetista. Em setembro houve crescimento de 0,5% do número de postos de trabalho ante o mês anterior, na série com ajuste sazonal, o que fez a expansão alcançar 5,0% nos nove primeiros meses de 2007 e 4,9% no acumulado em doze meses. Destaque-se o crescimento, em 2007, do emprego na

¹⁷ DIEESE: Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio Econômicos - www.dieese.org.br

indústria da construção civil (7,2%) e do comércio (6,0%). Em números absolutos, a criação de postos celetistas atingiu 1,6 milhão em 2007, e 1,5 milhão em doze meses.” (DIEESE Novembro de 2007)

O setor de roupas e acessórios, no qual as Lojas Renner está inserido, corresponde historicamente por 5% do total dos gastos da população brasileira. Estão incluídos todos os tipos de roupas, sapatos e acessórios. Os gastos em roupas e sapatos masculinos e femininos correspondem a 68% do gasto neste segmento. Segundo a projeção deste trabalho o crescimento no setor será de 12% de acordo com a tabela abaixo.

Tabela 10- Projeção de Mudança de Classe Social

Antes da Simulação						
Classe Social	E	D	C	B	A	Brasil Tot.
Ganho Mensal Familiar R\$	446	877	1890	4221	9000	
Gastos com o Item por mês R\$	30,2	58,1	102,6	166,1	279,8	636,8
% do ganho familiar	7%	7%	5%	4%	3%	5%
% famílias na Classe Social	30%	28%	27%	10%	5%	100%
Famílias (milhões)	15	14	13	5	2	49
Total do Mercado R\$ (milhões)	5,334	9,66	16,007	9,277	8,283	48,461
% do mercado	11%	20%	33%	19%	17%	100%
Depois da Simulação						
Classe Social	E	D	C	B	A	Brasil Tot.
Ganho Mensal Familiar R\$	446	877	1890	4221	9000	
Gastos com o Item por mês R\$	30,7	57,7	102,6	165,2	279,8	636
% do ganho familiar	6,80%	6,60%	5,40%	3,90%	3,10%	4,80%
% famílias na Classe Social	21%	23%	37%	13%	5%	100%
Famílias (milhões)	10	11	18	6	2	48
Total do Mercado R\$ (milhões)	3,793	7,823	21,889	12,49	8,283	54,278
% do mercado	7%	14%	40%	23%	15%	100%
Varição no consumo	-29%	-18%	37%	35%	0%	12,0%

Fonte: Banco Itaú e IBGE (2007)

Observa-se que de acordo com a simulação deste trabalho a classe social C terá um aumento de 37% na variação do consumo de bens semi-duráveis, sendo responsável por 40% do tamanho do mercado de varejo. Também pode-se verificar que a classe social B terá um aumento de 35% na variação de consumo de bens semi-duráveis, sendo responsável por 23% das vendas no mercado. No total pode-se afirmar que o aumento no consumo do total do mercado de varejo será de 12%.

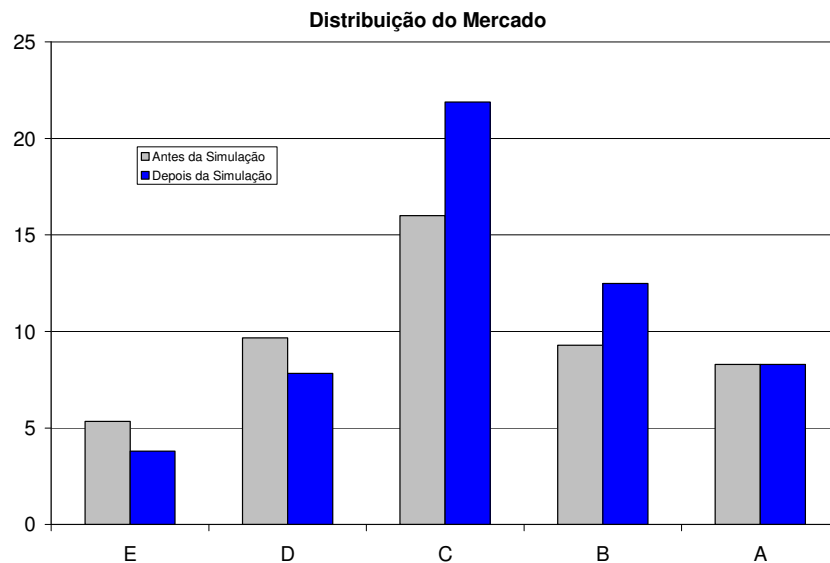


Figura 9 - Distribuição do Consumo no Mercado de Varejo por Classe Social
Fonte: Banco Itaú e IBGE

O gráfico acima mostra que com o incremento da renda, segundo a simulação, os gastos com o setor de roupas e acessórios serão acentuados pelas classes sociais B e C, havendo uma diminuição da participação do mercado das classes D e E. Isso ocorre devido ao aumento de famílias componentes das classes B e C, e não pelo aumento percentual no gasto com roupas e acessórios pelas famílias.

4.5 TAXAS DE JUROS NO BRASIL

Outro fator que influencia a venda de bens semiduráveis é a taxa de juros de crédito. No Brasil, para se reprimir a demanda e evitar pressões inflacionárias o governo adota uma alta taxa de juros. Uma vez que, os bens são escassos o consumidor se vê obrigado reduzir o consumo, pois uma boa parte do custo do produto é dada pelo custo do financiamento.

A taxa de Juros no Brasil é historicamente alta, mas vem se reduzindo ao longo dos anos, e hoje a SELIC¹⁸ é de 11,25% ao ano, uma das menores taxas da história do Brasil.

A política monetária no Brasil é dada pelo regime de metas para a inflação. O Copom¹⁹ orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções.

“A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, ainda que aparentemente não constitua risco iminente para as perspectivas de inflação, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, pode estar se tornando menos efetiva, em um momento no quais os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar.

Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. A esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para os próximos meses deste ano e para 2008. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua

¹⁸ SELIC: Taxa básica de Juro da Economia Brasileira

¹⁹ COPOM: Comitê de política Monetária www.bcb.gov.br/?COPOM

expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão efeitos bastante limitados sobre 2007, e terão impacto predominantemente a partir de 2008.” (COPOM, Ata de Outubro 2007)

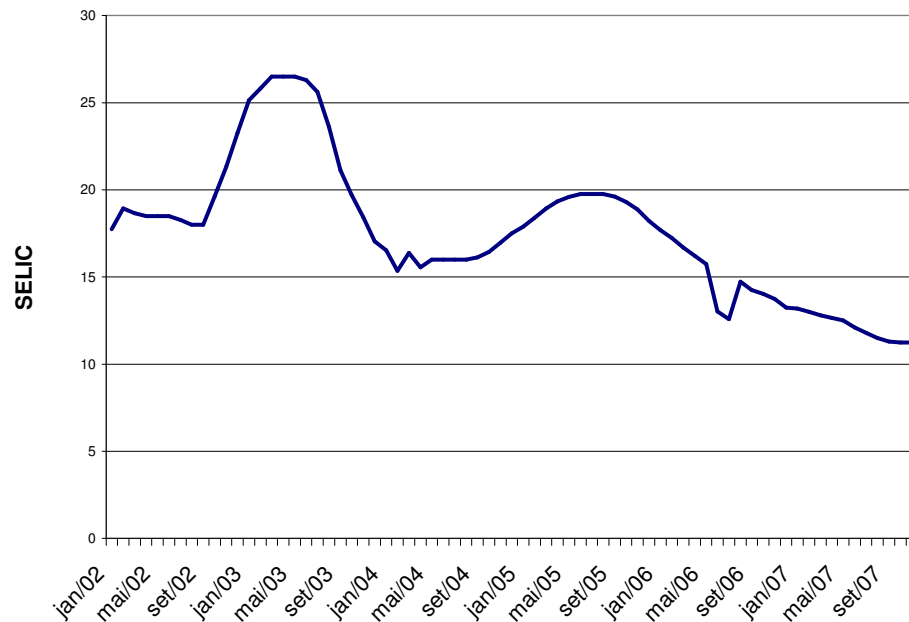


Figura 10 – Taxa de Juro da Economia Brasileira

Fonte: IPEADATA (NOVEMBRO 2007)

A política de taxa de juros no Brasil visa consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, e tem optado por uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação, ao balanço de riscos associado, ao cenário prospectivo, e à manutenção da taxa de juros.

Nesse contexto, diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas, acredita-se que as taxas de juros no Brasil devam sofrer reduções ao longo dos próximos anos.

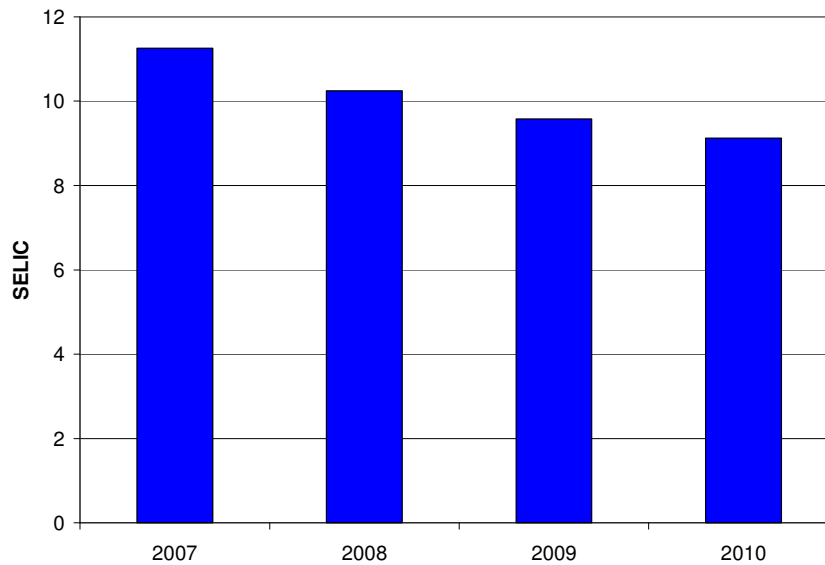


Figura 11 – Projeção da Taxa de Juro da Economia Brasileira
 Fonte: Banco Itaú (NOVEMBRO 2007)

O gráfico acima mostra uma projeção do corte na taxa de juros para os próximos anos.

4.6 CRÉDITO E INADIMPLÊNCIA

O gráfico que segue mostra a taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP²⁰ que atingiu 5,2% em setembro de 2006, ante 5,1% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006. Observa-se pelo gráfico que a taxa de inadimplência vem se reduzindo nos últimos meses, reflexo do aumento do poder aquisitivo das famílias no Brasil.

²⁰ ACSP; Associação Comercial de São Paulo www.acsp.com.br.

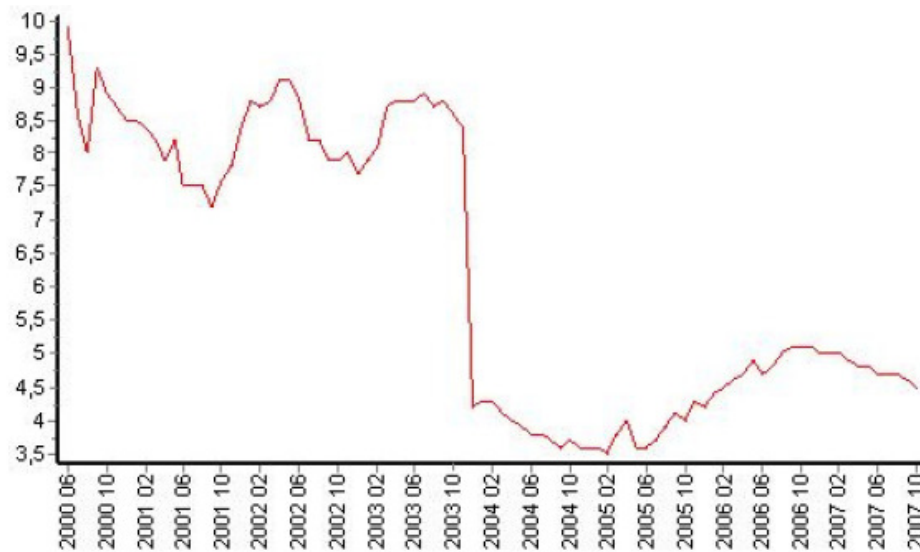


Figura 12 – Inadimplência no comércio brasileiro

Fonte: IPEDATA/ ACSP (Novembro 2007)

“O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$841,5 bilhões em agosto, representando 33,1% do PIB. ...

O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas atingiu 414 dias corridos em agosto, ante 344 no mesmo mês de 2006. Na carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 441 dias, com alongamento de 90 dias na comparação interanual, refletindo o crescente aumento do peso do crédito consignado nessa carteira....

A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial com atraso superior a noventa dias alcançou 4,7% em agosto, permanecendo estável nos últimos três meses, e 0,3 p.p. abaixo da observada em agosto de 2006. Por segmentos, a taxa relativa às pessoas jurídicas, 2,4%, ficou estável no mês e recuou 0,2 p.p. em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência atingiu 7,2% em agosto, 0,4 p.p. inferior à verificada no mesmo mês de 2006.” (COPOM, Ata de Outubro 2007)

A inadimplência baixa exerce um fator positivo sobre o faturamento do setor varejista no Brasil, pois as taxas de juros dos financiamentos pessoais tendem a se reduzir, dado o menor risco da operação de crédito. Avalia-se que com o recuo das taxas de inadimplência, como apontado pelo Copom, as empresas poderão reduzir as taxas de financiamento ofertadas aos seus clientes o que tende a aumentar o consumo.

APRESENTAÇÃO DAS LOJAS RENNER

5 A EMPRESA

As Lojas Renner é uma das três maiores redes de lojas de departamentos de vestuário no Brasil. Possui 95 lojas e área total de vendas de 200 mil m², sendo 88 localizadas em *shopping centers* e 7 em pontos centrais de cidades, em todas as regiões do país. Além de roupas, calçados e moda íntima para mulheres, homens, adolescentes e crianças, as Lojas Renner também vendem acessórios e cosméticos. Em junho de 2006, a companhia aderiu ao Novo Mercado da Bovespa. Foi ainda a primeira empresa brasileira a ter seu capital pulverizado com 100% das ações em circulação. Em 2007 a empresa intensificou sua linha de produtos financeiros para atender à demanda por crédito, ainda crescente no setor.

Suas principais concorrentes são a C&A, a Lojas Riachuelo (do grupo Guararapes) e a Lojas Marisa. Seu público alvo são mulheres entre 18 e 39 anos de idade, predominantemente das classes de renda média e média alta.

5.1 EVOLUÇÃO DO DESEMPENHO DAS LOJAS RENNER

Lojas Renner registrou, em 2006, faturamento líquido consolidado de R\$ 1.436 milhões. Este valor significou relevante incremento de 26% comparativamente ao ano anterior, destacando-se diante do incremento do faturamento real do setor. Além da disponibilidade de crédito e dos prazos mais longos para pagamento, outros aspectos que viabilizaram a excelente performance comercial da empresa foram: a adequação do *mix de produtos*²¹ às expectativas dos consumidores de cada região do país, as

²¹ Mix de Produtos: Composição de Produtos da Empresa

intensivas campanhas de marketing e o maior número de lojas. Em 2006 foram inauguradas 15 novas lojas, somando um total de 81 pontos de venda ao final de 2006, equivalentes a uma área total de 178 mil m², ante 66 lojas e 150,7 mil m² em 2005. Das quinze lojas inauguradas no ano passado, 6 foram no Nordeste (marcando o início de sua atuação naquela região), 5 no Sudeste, 3 no Sul e 1 no Centro Oeste. Já no ano de 2007 foram inauguradas 14 lojas concentradas nas regiões sul e nordeste.

Apesar do significativo crescimento do faturamento, a margem bruta permaneceu estável comparativamente com 2005, em função das temperaturas amenas no inverno/06, que forçou a antecipação da liquidação da coleção outono/inverno; do acirramento da concorrência e; da desativação, no 1T06, da operação de venda de celulares, com liquidações destes produtos. As despesas da atividade apresentaram incremento de 24%, inferior ao acréscimo percentual no faturamento líquido.

Salienta-se o significativo aumento de outras receitas operacionais, como consequência da maior receita gerada com recuperação de crédito e dos maiores prêmios por antecipação de pagamentos a fornecedores. Como reflexo dos aspectos comentados o EBITDA alcançou R\$ 184,4 milhões, significando crescimento de 30% ante 2005.

Entretanto, o resultado financeiro apresentou reversão, tendo registrado despesa líquida de R\$ 6,9 milhões, ante receita líquida de R\$ 20,6 milhões em 2005. A reversão explica-se pela quase ausência de variação cambial ativa em 2006 e pelo aumento do custo do financiamento dos clientes inadimplentes.

Em junho de 2005 a dívida total das Lojas Renner era de cerca de R\$ 280 milhões, da qual aproximadamente 80% ao dólar. Em julho daquele mesmo ano, com o ingresso de recursos de R\$ 343 milhões, proveniente da subscrição de 9,3 milhões de ações, parte dos recursos foi utilizada para o abatimento da dívida em dólar.

5.2 ESTRATÉGIA COMERCIAL

Em linhas gerais, a estratégia comercial prioriza os seguintes aspectos: a expansão da cadeia de lojas, a informatização dos sistemas de gestão dos estoques e dos departamentos de compras e de logística, a oferta de produtos de qualidade com preços competitivos, o aprimoramento das coleções por meio da estratégia de exploração de marcas e produtos baseados no conceito estilo de vida (*Lifestyle*), a maior velocidade no giro dos estoques e a agressiva campanha de *marketing* com foco no volátil “universo da moda”.

Especificamente quanto à expansão da cadeia de lojas, a estimativa atual da companhia é a abertura de doze a quinze lojas/ano, com área de vendas de cerca de 2.200 m² cada uma. Além da expansão em si, uma das estratégias adotadas tem sido o investimento no *lay out*²² das lojas de modo a possibilitar um ambiente atrativo e que permita a visualização da combinação das diversas peças ofertadas, o que tende a induzir as chamadas “compras por impulso”.

Consideram-se também como aspectos positivos seu posicionamento no processo competitivo e a favorável localização de suas lojas. A empresa, que tem como foco o segmento de comércio de vestuário e acessórios para mulheres, homens e crianças, é considerada uma das três maiores empresas varejistas deste segmento, e tem como principais concorrentes a C&A (primeira colocada com 131 lojas) e a Lojas Riachuelo do Grupo Guararapes. Do total de suas 95 lojas, cerca de 92% localizam-se em *shopping centers*, onde a circulação de pessoas é maior e o poder aquisitivo dos potenciais consumidores é superior aos dos frequentadores de pontos de rua. Não está descartada, até o final do ano de 2008, a inauguração da primeira unidade no Norte do país. Como base logística detém três centros de distribuição, sendo um no Rio Grande do Sul, outro em São Paulo e outro em Pernambuco.

Outro aspecto a ser considerado é que a pulverização do setor é tão grande que a Lojas Renner e a Riachuelo, apesar de estarem bem colocadas no *ranking*, detêm cada uma apenas aproximadamente 1,5% do mercado, sendo que a holandesa C&A tem cerca de 2,6% de participação. Se por um lado, tal fato significa forte concorrência

²² Lay Out: Configuração do espaço físico

com pequenas e médias redes e até mesmo com informais, por outro lado, acena como um vasto campo a ser explorado.

O alvo principal das Lojas Renner são as mulheres entre 18 e 45 anos de idade, predominantemente, das classes de renda média e média alta. Este fato é relevante, uma vez que, segundo fontes estatísticas, as mulheres são responsáveis por aproximadamente 80% das decisões de compra de varejo das famílias brasileiras.

Outro aspecto de importância crucial é a atenção que a companhia vem demonstrando em relação à tendência cada vez mais forte do varejo ofertar serviços financeiros, tais como: empréstimos pessoais, títulos de capitalização e seguros.

5.3 PRODUTOS FINANCEIROS

Quanto aos produtos financeiros, destaca-se em primeiro lugar, o cartão próprio (Cartão Renner), que possibilita aos usuários da rede o parcelamento de mercadorias em até cinco mensalidades pelo preço à vista ou em prazos mais longos de sete e oito parcelas, com encargos de 4,9% ao mês. Em 2006, esta modalidade de pagamento foi responsável por 71% das vendas totais da empresa. Foram emitidos, em 2006, 1,6 milhão de cartões, totalizando 10,3 milhões de unidades, dos quais aproximadamente 40% são ativos (cartões com pelo menos uma compra nos últimos doze meses).

Em abril de 2006, a companhia iniciou a oferta de serviços financeiros através da intermediação de empréstimos pessoais a clientes selecionados, com no mínimo um ano de uso do Cartão Renner, mediante contrato de convênio realizado com o Banco Safra. Na mesma data, também passou a intermediar a venda de títulos de capitalização. Em novembro de 2006, formalizou uma parceria com a Porto Seguro para a intermediação e venda de seguros nos pontos de venda da companhia. A oferta desse produto ocorreu ao longo de 2007, fato que aumentará a gama de serviços financeiros já oferecida aos clientes da rede. Os aspectos comentados são relevantes, pois além de contribuírem para a fidelização dos clientes, viabilizam a geração de receitas oriundas da prestação de serviços.

5.4 ESTRUTURA FINANCEIRA

A estrutura financeira das Lojas Renner em 31.12.06 é adequada, onde predominam bons índices de liquidez e caixa líquido de R\$ 194,6 milhões. A tabela que segue apresenta a evolução do perfil do endividamento nos últimos quatro anos:

Tabela 11- Estrutura de Capital das Lojas Renner no últimos 4 anos

(R\$ MILHÕES)	2003	2004	2005	2006
Total do Endividamento:	282,5	270,8	63,2	93,4
- Moeda Nacional	51,4	58,3	63,2	93,4
- Moeda Estrangeira	231,1	212,5	-	-
Aplicações Financeiras	85,2	101,9	276,5	287,2
(Dívida) Caixa Líquido	(197,3)	(168,9)	213,3	193,8
(Dívida) Caixa Líquido/Ebitda	(2,72)	(1,57)	1,50	1,05

Fonte: Lojas Renner (2007)

Vale comentar que a relevante melhora na estrutura de capitais, reflete a subscrição de 9.274.007 ações ON, ocorrida em julho de 2005, que culminou no ingresso de caixa de R\$ 343 milhões. Enquanto, em 31.12.04 apresentava índice de endividamento líquido de 1,15, em 31.12.05 e em 31.12.06 este indicador recuou para 0,42 e 0,36, respectivamente. Um outro evento ocorrido também em julho de 2005, foi a oferta da totalidade das ações de emissão da Lojas Renner de titularidade da J.C. Penney²³ (até então controlador), tornando seu capital pulverizado.

5.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em relação às práticas de Governança Corporativa, destacam-se em 2006: a realização da reunião de Governança Corporativa ainda em primeira chamada e a incorporação das solicitações dos próprios acionistas ao Estatuto Social. Dentre as

²³ J.C. Penney: Uma das maiores empresas de Varejo dos EUA

alterações propostas, salientam-se o funcionamento permanente do Conselho Fiscal, o aumento de 20% para 33% do percentual mínimo de membros independentes no Conselho de Administração (superando a exigência do Regulamento de Listagem do Novo Mercado) e a redução de 15% para 10% do percentual mínimo exigido para votação, separadamente, de um membro para o Conselho de Administração. Além dos itens citados, também foi proposto um desdobramento da totalidade das ações ON na proporção de cinco novas ações para cada ação existente, facilitando o acesso dos pequenos investidores.

5.6 RISCOS RELACIONADOS À RENNER

Avalia-se que a estratégia de crescimento da Renner envolve a abertura e a operação de um número considerável de novas lojas a cada ano, o que pode sobrecarregar seus recursos e ocasionar uma queda no desempenho das lojas existentes, podendo afetar o ritmo de crescimento trimestral e anual das vendas projetadas.

A Renner incorre em um risco significativo em função do financiamento aos clientes, já que 70% de suas vendas são realizadas através de seu cartão de crédito. A Companhia precisa identificar e responder de forma rápida e bem sucedida às mudanças nas tendências da moda e nas preferências do consumidor. Se as lojas Renner não forem eficientes nesta prospecção de mercado suas atividades podem não apresentar o crescimento projetado.

O governo brasileiro exerce grande influência sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como, as condições político-econômicas do Brasil podem afetar negativamente os negócios da Renner e o valor de mercado de suas ações.

Eventos políticos, econômicos e sociais, e a percepção do risco em outros países, especialmente nos Estado Unidos, podem afetar negativamente o valor de mercado das ações brasileiras, afetando também as ações da Companhia.

5.7 PONTOS POSITIVOS DAS LOJAS RENNER

- a) está entre as três maiores redes varejistas de vestuário do país;
- b) investimentos em ampliação e modernização da rede de lojas e em logística;
- c) oferece produtos competitivos e itens de qualidade;
- d) aumento do uso do cartão próprio e maior oferta de serviços financeiros;
- e) predominância de pontos de venda em *shopping centers*, por onde circulam pessoas de maior poder aquisitivo;
- f) elevado *pay-out*²⁴;
- g) importante prática de Governança.

5.8 PONTOS NEGATIVOS DAS LOJAS RENNER

- a) influência de fatores exógenos, como por exemplo, climáticos;
- b) crescimento dos índices nacionais de inadimplência a partir de novembro de 2006;
- c) setor de varejo de vestuário é muito pulverizado, o que significa forte concorrência;
- d) passa por uma “curva de aprendizado” no Nordeste e no Centro Oeste (mercados onde sua atuação é mais recente), bem com, pela sua incipiente operação no segmento de serviços financeiros.

²⁴ Pay out: Indicador que Revela a Percentagem que é Pago Sob a Forma de Dividendos.

6 AVALIAÇÃO DAS LOJAS RENNER

A avaliação desenvolvida por este trabalho levou em consideração os dados apresentados nos capítulos antecedentes que procuraram sustentar as projeções e conclusões apresentadas neste capítulo, acerca das Lojas Renner. A data do estudo é de novembro de 2007, sendo que foram utilizados os dados do balanço anual de 2006, que se encontram na seção em anexo.

6.1 ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA

Os investimentos totais para que as atividades possam ser realizadas constituem R\$ 766 milhões dos quais cerca de 83% são constituídos de capital de investidores ou capital próprio e os 17% restantes constituídos de capital de terceiros.

Neste trabalho, para efeito de cálculo da taxa de desconto adequada, admite-se a hipótese de que a estrutura de capital de Lojas Renner não irá se alterar, permanecendo nas mesmas proporções do ano base de 2006.

6.2 DEPRECIÇÃO DOS ATIVOS

A depreciação dos ativos se deve basicamente a três fatores: A remodelação das lojas mais antigas, a depreciação dos sistemas eletrônicos e de informática e a depreciação dos pontos de distribuição. Segundo o resultado do último trimestre a depreciação dos ativos é de R\$ 38,8 milhões.

6.3 TAXA DE DESCONTO

Para avaliar o custo de oportunidade do capital empregado, deve-se descontar os fluxos de caixa a uma taxa. Esta taxa é chamada de taxa de desconto para o fluxo de caixa livre. O modelo empregado para a formação desta taxa é o CAPM. Segundo esta abordagem deve-se estimar as seguintes variáveis:

- a) taxa livre de risco do mercado;
- b) o risco sistemático das Lojas Renner (Beta);
- c) o prêmio de risco do mercado brasileiro.

A taxa de inflação não deve ser computada nas projeções de fluxo de caixa, pois ao se atualizar as projeções em função da inflação, ter-se-á que descontar desses fluxos às mesmas taxas para se obter o seu valor presente. Dessa forma, o modelo nos permite desconsiderar a inflação, uma vez que, os valores projetados estão em moeda atual.

6.3.1 TAXA LIVRE DE RISCO

A taxa livre de risco considerada para este trabalho é baseada nos rendimentos dos *t-bonds* de 10 anos do mercado financeiro norte americano que tem rendimento de 5% ao ano.

6.3.2 CÁLCULO DO BETA

Através de pesquisas ao Sistema Económica (Novembro de 2007) efetuou-se um levantamento do Beta das Lojas Renner de prazo histórico de 60 meses. Com base no sistema Económica este trabalho adotou como Beta das Lojas Renner 0,8.

Tabela 12- Beta das Empresas de Varejo no Brasil

Empresa	Beta
B2W	0,8
Grazziotin	0,2
Guararapes	1,1
Lojas Americ	1,1
Lojas Renner	0,8
Pão de Açúcar	0,9
Saraiva	1,1
Média	0,842857143
Desvio Padrão	0,325868802

Fonte: Economática

6.3.3 A TAXA DE RETORNO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO.

Buscando-se o retorno médio do mercado acionário brasileiro nos últimos sete anos, que pode ser medido pelo Ibovespa, percebe-se que o mercado acionário brasileiro teve uma forte expansão, chegando ao nível de 30% ao ano. Ao se utilizar esta taxa como uma taxa de retorno do mercado acionário brasileiro poder-se-á estar cometendo um erro, pois a tendência dentro do longo prazo é de que estas taxas se normalizem a níveis internacionais. Ao se observar o prêmio do retorno do mercado acionário mundial ver-se-á que nos últimos 10 anos a média é de 6,2% ao ano, sendo, portanto, a taxa do prêmio de retorno do mercado acionário adotado por este trabalho.

6.3.4 O RISCO PAÍS

O risco-país utilizado será de 250 pontos, de forma conservadora, visto que, a maioria das instituições financeiras (Unibanco, BES, etc) prevê uma redução do risco país em virtude do amadurecimento econômico atingido pelo país.

6.3.5 APLICAÇÃO DO MODELO CAPM

Partindo destas premissas adotadas, pode-se determinar o custo do capital próprio das Lojas Renner aplicando-se a fórmula (7)

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_b \quad \dots(7)$$

Aplicando-se os valores obtém-se o seguinte resultado:

$$K_e = 5 + 0,8 \cdot 6,2 + 2,5$$

$$K_e = 12,5\% \text{ a.a.}$$

6.3.6 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL – WACC

O Wacc já mencionado anteriormente, é uma metodologia utilizada para se calcular a taxa de retorno do capital utilizado na empresa, incluindo o capital de terceiros que remunera as suas atividades. A Fórmula de Wacc é dada pela fórmula (9), apresentada abaixo:

$$WACC = (K_e - B_f) \times \left[\frac{E}{E + D} \right] + K_d \times (1 - T) \times \left[\frac{D}{E + D} \right] \quad \dots(9)$$

O K_d representa o custo do capital de terceiros, e é resultado da média ponderada entre a composição dos n tipos de financiamentos adquiridos pela empresa. Segundo as notas explicativas do demonstrativo de resultado da empresa o K_d é de 11,8%. Aplicando-se os valores obtém-se o seguinte resultado:

$$WACC = (12,5) \times [87\%] + 11,8 \times (1 - 19\%) \times [13\%]$$

$$WACC = 12,08\%$$

6.4 FLUXO DE CAIXA

6.4.1 PREVISÃO DE RECEITA DAS LOJAS RENNER

Baseado nas perspectivas favoráveis à expansão da empresa em função do crescimento econômico, como foi apontado nos capítulos 3 e 4, e no plano de expansão da empresa que prevê a abertura de mais 12 novas lojas por ano, estima-se um crescimento na receita bruta das Lojas Renner de 20% ao ano até 2010. Em 2011 a 2012, estima-se um declínio na taxa de crescimento, devendo permanecer na ordem de 10% ao ano, o que é considerado ainda um excelente patamar de crescimento ao se comparar com o PIB brasileiro.

6.4.2 DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA

Para se estimar qual o percentual futuro das deduções da receita bruta, este trabalho admite que não haverá nenhuma mudança na legislação tributária que trará impacto nas atividades da empresa. No momento em que este trabalho está sendo escrito a continuação da CPMF²⁵ foi reprovada, trazendo dúvidas quanto à mudança nas leis tributárias, já que, a tendência do governo é de compensar tais perdas criando novos tributos.

Para se estimar a dedução da Receita Bruta, este trabalho buscou um histórico do percentual entre receita bruta e dedução dos anos de 2005 e 2006. Utilizando esta metodologia encontrou-se um percentual de 26% de dedução sobre a receita bruta.

²⁵ CPMF: Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (extinta em dezembro de 2007).

6.4.3 CUSTOS E DESPESAS

Para se encontrar qual a representatividade dos custos e das despesas sobre a receita líquida, este trabalho buscou as informações retroativas aos anos de 2005 e 2006, apurando um percentual de 54% de custo sobre a receita líquida e 36% de despesas sobre a receita bruta.

6.4.4 DEPRECIAÇÃO E AMORTIZAÇÃO

Para se estimar a depreciação e a amortização adequada, soma-se o ativo imobilizado com os novos investimentos depreciados a uma taxa. Esta taxa foi encontrada dividindo-se a depreciação/amortização pelo ativo imobilizado. De forma que se tem a seguinte fórmula:

$$D = \frac{D_{2006}}{I_{2006}} \times (I_{2006} + \sum_i^n Capex) \quad \dots(14)$$

Onde:

D_{2006} é a depreciação referente ao ano de 2006;

I_{2006} é o ativo imobilizado referente ao ano de 2006;

$Capex$ é o investimento realizado ao longo dos anos.

As previsões de depreciação e amortização podem ser vista na tabela que segue na seção de anexos.

6.4.5 CAPEX

Para que a previsão de crescimento de receita das Lojas Renner ocorra, considera-se que um aumento contínuo nos investimentos deva ocorrer nos próximos anos de operação. Acredita-se que o crescimento dos investimentos tenha a mesma relação do crescimento da receita, que é de 20% ao ano até 2010. Após este período de franca expansão das atividades das Lojas Renner, projeta-se uma desaceleração de investimentos.

Tabela13 – Projeção de Investimentos das Lojas Renner

Lojas Renner	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
CAPEX	(118.000)	(141.600)	(169.920)	(203.904)	(244.685)	(75.000)	(80.000)

6.4.6 AUMENTO DO CAPITAL DE GIRO

A variação na necessidade de capital de giro advém do aumento das atividades da empresa. Para se estimar a NCG²⁶ é preciso calcular a variação na diferença entre ativo circulante e passivo circulante. A tabela que contém a variação do capital de giro se encontra na seção de anexos.

²⁶ NCG: Necessidade de Capital de Giro

7 RESULTADOS

7.1 VALOR PRESENTE DOS FLUXOS DE CAIXA PROJETADOS

Procedendo de acordo com a metodologia do Fluxo de caixa descontado, tem-se que o valor presente dos fluxos projetados é R\$ 846,8 milhões.

Tabela14 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa Projetados das Lojas Renner

Lojas Renner	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	20012E
Fluxo de caixa livre	5.448	50.313	85.261	129.801	198.463	425.426	512.324
Valor Presente dos Fluxos	5.448	45.031	68.299	93.061	127.350	244.329	263.345
Valor Presente Acumulado	846.864	841.416	796.385	728.086	635.025	507.674	263.345

Pode-se observar na tabela acima o valor presente de cada fluxo de caixa projetado e o seu valor acumulado ano a ano.

7.2 VALOR RESIDUAL

Para se calcular o valor residual da empresa, considerou-se um crescimento nominal de 4% ao ano e uma taxa de desconto de 12,08% ao ano. Sendo que, o valor residual segue a fórmula (10) apresentada abaixo:

$$V_R = \frac{FC_n}{(1-g)} \div \frac{1}{(1+i)^n} \quad \dots(10)$$

Onde:

V_R	é o valor residual da empresa;
FC_n	é o fluxo de caixa do último período projetado
i	é a taxa de desconto para os fluxos de caixa;
n	é o número de períodos de previsão dos fluxos de caixa;
g	é a taxa de crescimento do fluxo de caixa

Que fornece o seguinte resultado

$$V_R = \frac{512.324}{(1-0,04)} \div \frac{1}{(1+0,125)^4} = \text{R\$ } 3,7 \text{ bilhões}$$

7.3 VALOR DA EMPRESA

Somando o valor residual da empresa com o valor presente dos fluxos projetados e descontando-se a dívida líquida, tem-se o valor da empresa, que é dada pela seguinte fórmula:

$$V_0 = V_P + V_R - \text{Dívida} \quad \dots(15)$$

Que fornece o seguinte resultado:

$$V_0 = 821.396 + 3.762.837 - (-193.800)$$

$$V_0 = 4.778.033$$

De acordo com esta análise o valor de mercado das Lojas Renner é de R\$ 4,7 bilhões. O número de ações das Lojas Renner é de 121.582 milhões, o que resulta num preço alvo de **R\$ 41,51 por ação**.

7.4 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Para se verificar a sensibilidade das Lojas Renner sob os prováveis cenários econômicos, apresenta-se a tabela abaixo:

Tabela 15 – Análise de sensibilidade

		Risco País							
		100	150	200	250	300	350	400	450
Receita	10%	33,97	31,72	29,86	28,12	26,59	25,18	23,92	22,7
	15%	41,56	38,86	36,52	34,39	32,52	30,79	29,26	27,83
	20%	50,17	46,91	44,09	41,51	39,24	37,15	35,3	33,57
	25%	58,9	56	52,62	49,56	46,84	44,34	42	40,05
	30%	70,8	66,22	62,25	58,57	55,36	52,4	49,78	47,33

Esta tabela foi elaborada variando-se a projeção do aumento da receita levando-se em conta o risco país. Pode-se observar por meio desta simulação que o risco país afeta diretamente o valor da empresa, pois o retorno exigido por parte dos investidores é tanto maior quanto forem os riscos envolvidos. Também é possível observar que o valor da empresa de R\$ 41,51 por ação é explicado pela projeção de aumento de receita de 20%.ao ano. Pode-se afirmar que o valor das Lojas Renner está baseado numa perspectiva de forte crescimento do aumento de sua receita e se esta projeção de aumento de receita não se confirmar, o valor da empresa será impactado negativamente.

7.5 CONCLUSÕES OBTIDAS

Ao se avaliar as Lojas Renner a recomendação é de compra, pois com o preço alvo fixado em R\$ 41,51 para dezembro de 2008, o potencial de valorização é de 14% com base na cotação do pregão do dia 02/01/2008 que é de R\$ 35,94. Avaliou-se as Lojas Renner pelo método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) a uma taxa 12,08% ao ano e considerou-se uma taxa de crescimento da perpetuidade de 4% ao ano.

As perspectivas para a empresa permanecem favoráveis em função do crescimento econômico, do aumento da renda, do emprego e da queda das taxas de juros no Brasil. O aumento na receita das Lojas Renner se deve a expectativa de abertura de 12 a 15 novas lojas a cada ano e à rápida maturação operacional que estas novas lojas atingem.

Avaliar uma empresa é uma tarefa que leva em conta, além de conhecimentos técnicos, muita sensibilidade e pesquisa. Conhecimento técnico é imprescindível, pois existem inúmeros meios de se avaliar uma empresa, que dependem do perfil da empresa e o objetivo da avaliação. Sensibilidade é fundamental, pois muitos dos números que alimentam as complexas equações dependem da visão do avaliador. Pesquisa é importante para se descobrir a fundo quais são os verdadeiros interesses e objetivos dos administradores da empresa avaliada. O assunto, avaliação de empresas está longe de ser esgotado, longe de ser uma matemática passível à planilhamento e muito mais perto de ser centro de constantes lutas de interesses entre vendedores e compradores, estudiosos e filósofos.

BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. **Avaliação de empresas**. São Paulo: *Mimeo*, 1997.

BREALEY, R. MYERS, S.C **Principles of corporate Finance** New York; McGraw-Hill,1999

CERBASI, G. **Metodologias para Determinação do Valor das Empresas: Uma Aplicação no Setor de Geração de Energia Hidroelétrica**, São Paulo, 2003

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. New York; John Wiley, 1994

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN **Avaliação de Empresas – Valuation**, São Paulo, Makron Books Ltda.,1999

CORNELL, B. **Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. New York; Mc Hill Co., 1994

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas paa a Determinação do Valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro, Qualitymark, 1997

DAMODARAN, A. **A Face Oculta da Avaliação**, São Paulo Makron Books Ltda., 2002

ESTY, B. C., 1999, “**mproving techniques for valuing large-scale projects**; Journal of Project Finance, New York, Spring; 1999

LINTZ, A., SOUZA, A. **O Modelo de Opções Reais para Avaliação de Projetos de Investimento de Capital**, São Paulo, 2001

MARTINEZ, A. **Buscando o Valor Intrínseco de uma Empresa: Revisão das Metodologias para Avaliação de Negócios.**, 1999

MICHALISCHEN F., **A Influência Do Risco País No Valor Da Empresa** São Paulo FEA/USP, 2003

SANTIAGO, J. **Avaliação de Empresas através de Múltiplos: Uma comparação entre empresas do Brasil e dos EUA**, São Paulo, 2001

ANEXO 1

Porto Alegre, 8 de fevereiro de 2007.

DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006 E DE 2005

(Em milhares de reais, exceto o lucro líquido por ação, apresentado em reais)

	Notas Expli- cativas	Controladora		Consolidado	
		2006	2005	2006	2005
Receita operacional bruta ...		1.942.945	1.537.873	1.942.945	1.537.873
Deduções.....		(506.840)	(401.439)	(506.840)	(401.439)
Receita operacional líquida .		1.436.105	1.136.434	1.436.105	1.136.434
Custos das vendas		(780.789)	(618.409)	(780.789)	(618.409)
Lucro bruto		655.316	518.025	655.316	518.025
(Despesas) receitas operacionais					
Vendas.....		(359.585)	(285.405)	(356.989)	(282.877)
Administrativas e gerais.....		(142.502)	(98.564)	(142.503)	(98.566)
Remuneração dos administradores.....	18	(4.331)	(3.116)	(4.331)	(3.116)
Tributárias		(10.423)	(15.358)	(10.423)	(15.358)
Depreciações e amortizações		(38.526)	(33.732)	(38.819)	(34.025)
Outros resultados operacionais, líquidos	25	41.907	23.897	43.356	23.897
Resultado da equivalência patrimonial	16	3.083	1.977	-	10
Despesas extraordinárias ...	27	-	(18.563)	-	(18.563)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	26	(6.693)	20.590	(6.906)	20.586
Total das despesas operacionais, líquidas		(517.070)	(408.274)	(516.615)	(408.012)
Lucro operacional.....		138.246	109.751	138.701	110.013
Resultado não operacional .		(5.031)	(593)	(5.031)	(593)
Lucro antes do imposto de renda, contribuição social e participações estatutárias .		133.215	109.158	133.670	109.420
Imposto de renda e contribuição social	11	(30.064)	(25.789)	(30.519)	(26.051)
Participações estatutárias ..	18	(4.329)	(3.078)	(4.329)	(3.078)
Lucro líquido do exercício ...		98.822	80.291	98.822	80.291
Lucro líquido por ação - R\$.		0,81	3,31	0,81	3,31
Quantidade de ações ao final do exercício (em milhares).		121.582	24.292	121.582	24.292

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras.

ANEXO 2

DEMONSTRAÇÕES DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006 E DE 2005

(Em milhares de reais)

	Controladora		Consolidado	
	2006	2005	2006	2005
	<i>(Reclassificado)</i>		<i>(Reclassificado)</i>	
Origens dos recursos				
Das operações				
Lucro líquido do exercício	98.822	80.291	98.822	80.291
Itens que não afetam o capital circulante				
Depreciações e amortizações	38.410	30.867	38.703	31.160
Amortização de ágio.....	116	2.865	116	2.865
Custo do ativo permanente baixado ou vendido	1.229	911	1.229	911
Resultado da equivalência patrimonial	(3.083)	(1.977)	-	(10)
Encargos sobre o exigível a longo prazo	-	(15.042)	-	(15.042)
Imposto de renda e contribuição social diferidos de longo prazo .	(2.872)	(5.105)	(2.872)	(5.105)
Total das operações.....	132.622	92.810	135.998	95.070
De acionistas				
Aumento de capital (vide nota nº 13)	1.682	343.138	1.682	343.138
Reserva de ágio na incorporação..	-	11.505	-	11.505
Total de acionistas.....	1.682	354.643	1.682	354.643
De terceiros				
Aumento do exigível a longo prazo.	10.179	889	9.585	889
Dividendos recebidos	-	8.174	-	-
Total de terceiros.....	10.179	9.063	9.585	889
Total das origens	144.483	456.516	147.265	450.602
Aplicações dos recursos				
No imobilizado e intangível	118.895	55.900	118.895	55.900
Ativo permanente recebido via incorporação.....	-	23.816	-	23.816
Aumento do realizável a longo prazo	6.619	5.750	6.619	5.754
Pagamento de juros sobre empréstimo de longo prazo.....	-	6.014	-	6.014
Pagamento de empréstimo de longo prazo	-	191.296	-	191.296
Dividendos propostos	33.382	35.324	33.382	35.324
Distribuição de juros sobre capital próprio	40.735	30.365	40.735	30.365
Total das aplicações.....	199.631	348.465	199.631	348.469
Aumento (redução) do capital circulante líquido	(55.148)	108.051	(52.366)	102.133
Demonstração da variação no capital circulante líquido				
No fim do exercício	250.589	305.737	255.525	307.891
No início do exercício	305.737	197.686	307.891	205.758
Aumento (redução) do capital circulante líquido	(55.148)	108.051	(52.366)	102.133

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras.

ANEXO 3

BALANÇOS PATRIMONIAIS LEVANTADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2006 E DE 2005

(Em milhares de reais)

	Notas Expli- cativas	Controladora		Consolidado			Notas Expli- cativas	Controladora		Consolidado	
		2006	2005 (Reclassificado)	2006	2005 (Reclassificado)			2006	2005 (Reclassificado)		
ATIVO						PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Circulante						Circulante					
Disponibilidades.....		33.837	19.857	34.113	19.857	Empréstimos e financiamentos.....	9	93.365	63.181	93.365	63.181
Aplicações financeiras	5	253.090	256.659	253.090	256.672	Fornecedores.....		220.272	218.955	220.272	218.955
Contas a receber de clientes.....	6	401.803	381.588	402.120	381.588	Impostos e contribuições a recolher.....		131.192	96.657	131.378	96.743
Estoques.....	7	117.533	92.254	117.533	92.254	Salários e férias a pagar...		38.485	28.779	38.487	28.779
Impostos a recuperar		28.399	19.482	28.432	19.483	Aluguéis a pagar.....		17.702	13.094	13.154	10.868
Outras contas a receber ...		11.084	3.573	11.084	3.573	Obrigações estatutárias....		53.933	45.208	53.933	45.208
Imposto de renda e contribuição social diferidos	11	35.748	26.773	35.748	26.773	Provisão para riscos cíveis e trabalhistas.....	10	7.658	6.458	7.658	6.458
Despesas antecipadas		1.038	527	1.038	527	Outras obrigações.....	12	69.336	22.644	69.386	22.644
Total do ativo circulante ..		882.532	800.713	883.158	800.727	Total do passivo circulante ..		631.943	494.976	627.633	492.836
Não Circulante						Não Circulante					
Realizável a longo prazo						Exigível a longo prazo					
Depósitos judiciais	10	2.276	2.178	2.276	2.178	Impostos e contribuições a recolher.....	14	5.864	6.537	5.864	6.537
Impostos a recuperar		13.453	10.176	13.453	10.176	Provisão para riscos tributários e cíveis.....	10	19.033	12.675	19.033	12.675
Outras contas a receber ...		5.445	2.201	5.445	2.201	Débitos com empresas ligadas.....	16	594	-	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	11	15.631	12.759	15.631	12.759	Outras obrigações.....		3.900	-	3.900	-
Total do realizável a longo prazo		36.805	27.314	36.805	27.314	Total do exigível a longo prazo		29.391	19.212	28.797	19.212
Permanente						Total do passivo não circulante					
Investimentos.....	16	12.582	9.615	63	63			29.391	19.212	28.797	19.212
Imobilizado - líquido.....	8	234.073	159.415	241.062	166.813	Patrimônio líquido					
Intangível - líquido.....	8	39.308	34.710	39.308	34.710	Capital social.....	13	399.820	398.138	399.820	398.138
Total do permanente		285.963	203.740	280.433	201.586	Reservas de capital		118.165	118.165	118.165	118.165
Total do ativo não circulante ..		322.768	231.054	317.238	228.900	Reservas de lucros.....		25.981	1.276	25.981	1.276
TOTAL DO ATIVO.....		1.205.300	1.031.767	1.200.396	1.029.627	Total do patrimônio líquido ..		543.966	517.579	543.966	517.579
						TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO ...		1.205.300	1.031.767	1.200.396	1.029.627

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras.

ANEXO 4

Tabela de estimativa de fluxo de caixa livre

Lojas Renner	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Receita Bruta	1.942.945	2.331.534	2.797.841	3.357.409	4.028.891	4.310.913	4.612.677
Dedução da Receita bruta	(506.840)	(606.199)	(727.439)	(872.926)	(1.047.512)	(1.120.837)	(1.199.296)
Recita líquida	1.436.105	1.725.335	2.070.402	2.484.483	2.981.379	3.190.076	3.413.381
Custos	(780.789)	(932.614)	(1.119.136)	(1.342.964)	(1.611.556)	(1.724.365)	(1.845.071)
Lucro Bruto	655.316	792.722	951.266	1.141.519	1.369.823	1.465.710	1.568.310
Despesas totais	(522.101)	(576.303)	(680.284)	(800.362)	(938.814)	(969.017)	(960.020)
EBIT	133.215	216.419	270.981	341.157	431.009	496.694	608.290
Depreciação Amortização	(38.526)	(48.444)	(70.355)	(96.649)	(128.201)	(137.873)	(148.189)
EBITDA	171.741	264.862	341.337	437.806	559.210	634.566	756.479
Impostos	(34.393)	(56.269)	(70.455)	(88.701)	(112.062)	(129.140)	(158.155)
GERAÇÃO DE CAIXA	137.348	208.593	270.881	349.105	447.148	505.426	598.324
CAPEX	(118.000)	(141.600)	(169.920)	(203.904)	(244.685)	(75.000)	(80.000)
NCG	(13.900)	(16.680)	(15.700)	(15.400)	(4.000)	(5.000)	(6.000)
Fluxo de caixa livre	5.448	50.313	85.261	129.801	198.463	425.426	512.324
Valor Presente dos Fluxos	835.158	44.891	67.873	92.192	125.767	240.538	258.449

