

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA E DEFINIÇÃO DE PREÇO-ALVO
PARA LOJAS RENNER S.A.**

KATIA KARINA RAMIRES

TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO DE
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

PORTO ALEGRE

2008

Katia Karina Ramires

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA E DEFINIÇÃO DE PREÇO-ALVO
PARA LOJAS RENNER S.A.**

Trabalho de Conclusão de Curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

PORTO ALEGRE

2008

Katia Karina Ramires

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA E DEFINIÇÃO DE PREÇO-ALVO PARA
LOJAS RENNER S.A.

Trabalho de Conclusão de Curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Conceito Final:

Porto Alegre, de de

Disciplina: Estágio Final (ADM 01198)

Área de Concentração: Finanças

Professor Orientador: Gilberto de Oliveira Kloeckner

AGRADECIMENTOS

Com este trabalho se encerra uma etapa de vida e de aprendizado. Aprendi uma profissão cheia de possibilidades e que ensina não só como gerir uma empresa, mas também como administrar muitas partes de minha vida.

Tudo que conquistei até este momento eu devo, acima de tudo, à pessoa que mais me apoiou em todos os momentos da minha vida, minha mãe Maria Cristina Boff. Agradeço também a minha irmã Aline pela amizade e pelo carinho. Ao meu namorado Juliano Prates da Cunha por todo amor, admiração, amizade e apoio que sempre me deu. Ao meu padrasto Sérgio por sempre estar disposto a ajudar e a minha avó por tornar a minha vida mais divertida. Aos demais familiares amigos e colegas que estiveram ao meu lado ao longo destes anos.

Agradeço a minha gerente Paula Picinini pelo incentivo e por me mostrar uma profissão que adoro e uma maneira especial de ver o mundo dos negócios. Aos meus colegas de trabalho, em especial aqueles que pacientemente me auxiliaram, Artêmio, Emerson, Gildo. Ao meu orientador Gilberto Kloeckner, e, finalmente, à UFRGS pela oportunidade, muito bem aproveitada.

"We can't solve problems by using the same kind of thinking we used when we created them."

Albert Einstein

RESUMO

Este trabalho de conclusão pretende demonstrar o processo avaliação da Lojas Renner S.A. através de uma análise fundamentalista. O processo inicia-se com a coleta de dados da empresa, tanto seu histórico, como dados estratégicos e expectativas futuras, que são analisados e utilizados para a formulação de premissas e que irão servir de base para a avaliação. São coletados também dados macroeconômicos e previsões para diversos indicadores econômico-financeiros que irão auxiliar no desenvolvimento das projeções financeiras da Companhia. Através do método do Fluxo de Caixa Descontado é definido o valor presente da Lojas Renner e, dividindo-se este valor pelo número total de ações chega-se a um preço-alvo considerado justo para as ações da companhia em um determinado momento. Novos participantes do mercado de capitais e profissionais da área de relações com investidores poderão ser beneficiados com a leitura deste trabalho para uma melhor compreensão do processo de análise fundamentalista através de Fluxo de Caixa Descontado desta grande empresa de varejo brasileira.

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

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Novas lojas

Tabela 2 – Projeção de crescimento de vendas

Tabela 3 – Dados Operacionais

Tabela 4 – DRE e Balanço Patrimonial Projetados

Tabela 5 – Fluxo de caixa livre

Tabela 6 – Média de variação S&P

Tabela 7 – WACC

Tabela 8 – Preço-alvo

Tabela 9 – Consenso de mercado

Tabela 10 – Múltiplos do varejo brasileiro

Tabela 11 – Múltiplos varejo de vestuário mundial

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1 – Organograma da Lojas Renner**
- Figura 2 – Evolução da Receita Líquida e Vendas em Mesmas Lojas da Renner**
- Figura 3 – Evolução do EBITDA e da Margem EBITDA da Renner**
- Figura 4 – Evolução do Lucro Bruto e Margem Bruta da Renner**
- Figura 5 – Evolução do Ticket Médio da Renner**
- Figura 6 – Evolução de número de lojas**
- Figura 7 – Posicionamento Estratégico**
- Figura 8 – Crescimento do rendimento médio mensal**
- Figura 9 – Níveis de emprego**
- Figura 10 – Confiança do Consumidor**
- Figura 11 – Evolução do volume do crédito**
- Figura 12 – Varejo x Renner**
- Figura 13 – Distribuição de classes sociais no Brasil**
- Figura 14 – Evolução e projeção do PIB**
- Figura 15 – Evolução e projeção IPCA**
- Figura 16 – Evolução projeção da Selic**
- Figura 17 – Evolução e projeção do risco-país**
- Figura 18 – Curva de Maturação**

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO..... | 10 |
| 1 AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS..... | 17 |
| 1.1 Avaliação de Investimentos..... | 17 |
| 1.2 CAPM..... | 19 |
| 1.3 Beta..... | 20 |
| 1.4 Custo Médio Ponderado de Capital..... | 20 |
| 1.5 Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)..... | 21 |
| 1.6 Métodos de Análise de Investimentos..... | 22 |
| 1.7 Valor Presente Líquido (VPL)..... | 23 |
| 1.8 Taxa Interna de Retorno (TIR)..... | 23 |
| 1.9 Índice de Rentabilidade (IR)..... | 24 |
| 1.10 Payback..... | 24 |
| 1.11 Retorno Contábil Médio..... | 25 |
| 1.12 Fluxo de Caixa Descontado..... | 25 |
| 1.13 Valor Contínuo ou Perpetuidade..... | 27 |
| 1.14 Múltiplos de Mercado..... | 28 |
| 2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS..... | 30 |
| 2.1 Coleta de Dados..... | 30 |
| 2.2 Avaliação da Lojas Renner..... | 31 |
| 2.3 Análise dos Resultados..... | 32 |
| 3 APLICAÇÃO DO MÉTODO E ANÁLISE DO RESULTADO..... | 33 |
| 3.1 Visão Geral da Lojas Renner..... | 33 |
| 3.2 Premissas..... | 38 |
| 3.2.1 Visão dos Pontos Positivos do Negócio..... | 38 |
| 3.2.2 Riscos do Negócio..... | 41 |
| 3.3 Perspectivas..... | 42 |
| 3.3.1 Varejo no Brasil..... | 43 |
| 3.3.2 Demográficas e Sociais..... | 47 |
| 3.3.3 Macroeconômicas..... | 49 |
| 3.4 Projeções do Fluxo de Caixa..... | 52 |

| | |
|--|-----------|
| 3.5 WACC..... | 59 |
| 3.6 Valor Presente..... | 60 |
| 3.7 Análise de Consenso..... | 61 |
| 3.8 Análise de Múltiplos de Mercado..... | 62 |
| 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 64 |
| REFERÊNCIAS | 66 |
| ANEXOS..... | 68 |

INTRODUÇÃO

No mercado de capitais atual, existem inúmeras possibilidades de investimentos à disposição de quem detiver capital e estiver disposto a investir. Após o quinto ano consecutivo de alta do Ibovespa (Índice de Variação das Cotações das principais ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo), de 2002 a 2007, o ano de 2008 se configura como um período marcado pela concessão do grau de investimento ao Brasil, pela Standard and Poors, em abril, e, paradoxalmente, por uma das maiores crises globais que o mundo já enfrentou. O ano de 2007 foi marcado pelo número elevado de Ofertas Públicas Iniciais de Ações (IPOs), e o papel dos analistas de mercado, que emitem opiniões e análises fundamentalistas sobre investimentos em ações de diversas empresas tornou-se ainda mais importante. Para Batista (2007, p.12), “com o grande número de empresas que ingressam, ainda falta cobertura de análise. Isso por si só dá certa seletividade. Naturalmente o número de IPOs desaquece até para que haja o surgimento de novos projetos.” Esta situação que tem ocorrido no atual ano de 2008, tanto pelo motivo supramencionado pelo autor como também pela crise externa, com a falência e prejuízo de diversos bancos americanos que investiam em títulos de dívida hipotecária, ou pela inflação nos preços das *commodities* que ocorre a nível mundial. Em épocas como esta o mercado em geral fica receoso em relação à perspectiva quanto ao futuro de seus investimentos e por isto grande parte do capital estrangeiro é resgatado e retirado do Brasil para cobrir deficiências no mercado local dos investidores.

Para que uma análise de investimentos tenha condições de estimar, da maneira mais precisa possível, a capacidade de uma empresa gerar retorno financeiro para seus acionistas, é necessário que sejam levadas em consideração diversas variáveis que podem influenciar o crescimento e resultados futuros de uma companhia. A área de Relações com Investidores de cada companhia é responsável por divulgar informações e por transmitir sua imagem aos analistas de bancos e corretoras, que tiverem interesse em conhecer a empresa, sempre com o objetivo de mostrar da maneira mais transparente e equânime possível suas informações financeiras, operacionais e estratégicas. Os profissionais desta área também realizam a transmissão de informações na direção contrária, ou seja, captam percepções e interpretações do

mercado e levam à diretoria da empresa buscando uma maior sintonia entre a parte interna da empresa e o ambiente externo que é o mercado de capitais.

Investidores, tanto institucionais como especuladores, estão sempre em busca de informações que possam indicar qual será a empresa listada na Bovespa que irá obter uma valorização mais expressiva no futuro. A diferença entre estes dois tipos de investidores é o prazo ao qual este futuro se estende. Para os investidores institucionais o longo prazo é o que interessa, ou seja, os planos e o desempenho da empresa nos próximos 5 a 10 anos. Para o especulador os investimentos feitos são de curto prazo e não possuem o objetivo de participar e opinar nas decisões de investimento de longo prazo da empresa.

Segundo Segadilha (2007, p.40), “se partirmos da premissa básica de que o mercado de ações não é jogo, podemos entender os mecanismos de análise e como ele se torna importantíssimo na tomada de decisões”. Para que seja possível avaliar com precisão determinada empresa, é preciso compreender de maneira profunda, principalmente, sua operação, o modo de gestão praticado pelos membros de diretoria, métodos utilizados para agregar valor ao negócio, política de custos, ambiente competitivo, estratégia de longo prazo e o cenário atual e futuro do setor em que a companhia se insere.

Aspectos macroeconômicos também têm importante papel na construção do cenário de longo prazo projetado para uma determinada empresa. Dependendo do setor em que atua, a empresa pode ser beneficiada ou prejudicada pela valorização do dólar, por exemplo. Assim como a previsão de taxa de juros, inflação, impostos e outros indicadores econômico-financeiros que são essenciais para se avaliar o potencial de crescimento do país e até que ponto esse crescimento pode impactar nos resultados de determinada companhia. Este referencial macroeconômico e as condições do setor em que a empresa está inserida irão fundamentar o desenvolvimento de uma avaliação adequada para a companhia.

No entanto, as cotações das ações na Bovespa nem sempre refletem o valor intrínseco ou preço justo de um empreendimento. Para descobrir uma maneira de se avaliar determinada empresa, seria necessário desenvolver efetivamente esta avaliação, e, chegando a um valor estimado para a mesma, compará-lo à média dos valores estimados pelo mercado, para verificar se ele faz sentido.

PROBLEMA

A área de Relações com Investidores das empresas de capital aberto têm buscado treinar novos colaboradores para pela falta de profissionais já preparados para esta função no mercado brasileiro. Como mencionado anteriormente, a onda de IPOs que ocorreu no ano de 2007 alavancou uma demanda destes profissionais no mercado de capitais. Porém a rápida expansão e o crescimento desorganizado desta área, estruturada às pressas dentro de muitas empresas estreates no mercado de capitais, surge uma carência de trabalhos que facilitem o entendimento da função, sua importância e, principalmente, a necessidade do fornecimento de informações adequadas para que os investidores e acionistas da companhia possam avaliá-la de forma correta.

Existe um risco quando os profissionais desta área, não conhecendo o procedimento de avaliação de uma empresa geralmente utilizado pelo mercado, acabam não fornecendo informações importantes para este processo ou não compreendendo a finalidade do uso da informação, e acabam enganando-se na forma como esta deve ser passada às partes interessadas.

Aqueles profissionais que iniciam no mercado de capitais e buscam compreender de que forma poderiam avaliar qual o preço que dada ação deveria estar cotada no mercado para refletir determinadas expectativas futuras, poderiam se beneficiar de um estudo prático que os levasse a observar como é desenvolvido este tipo de análise.

O problema observado e no qual este trabalho buscará ser uma alternativa de solução é conduzir, mesmo um estudante sem experiência na área de *valuation* ou um profissional iniciante no mercado de capitais, a compreender a lógica da avaliação de ações de uma empresa de capital aberto, quais os elementos utilizados para análise, quais os cálculos e projeções envolvidos no processo e em que dados se baseiam.

Como conduzir uma análise fundamentalista, desde o processo de coleta de dados da empresa selecionada, desenvolvendo a análise e projeção de seus dados, até chegar a um preço-alvo considerado justo para as ações da companhia em um determinado período?

JUSTIFICATIVA

Este estudo deverá apresentar como é realizada uma análise fundamentalista para avaliação de ativos, mais conhecida no mercado de capitais como *valuation*. O método que será utilizado é o método de fluxo de caixa descontado, pois este é o método mais utilizado pelo mercado para calcular o preço-alvo de uma companhia. O preço-alvo da Companhia seria o valor por ação que ela deverá apresentar em determinada data, a partir do preço justo calculado para a mesma utilizando um método de avaliação de ativo. Estudantes e investidores ou mesmo aqueles que estiverem iniciando sua pesquisa em relação à análise de investimentos, buscando entender como ela é feita, poderão se beneficiar deste estudo. Este ponto é importante para auxiliar os profissionais iniciantes na área de Relações com Investidores de diversas empresas a entenderem de forma concreta como atuam os analistas que acompanham o desempenho da companhia, para estimar um preço justo das ações da mesma, e quais são os elementos mais importantes para atrair a atenção dos investidores.

A avaliação de ativos no mercado de capitais tem o objetivo de guiar o investidor a escolher a melhor opção de investimento possível dentro do âmbito de sua tolerância ao risco. As empresas listadas em bolsa possuem variados graus de risco tanto sistemático quanto não sistemático. O risco sistemático é o risco que é afetado por diversos fatores macroeconômicos como uma crise global ou qualquer outra variável que afete a economia como um todo, portanto afetando a maioria das ações no mercado. O risco não sistemático é a parcela do risco total que não depende das variáveis macroeconômicas, e sim de fatores específicos que afetam uma empresa, como, por exemplo, o tempo de atuação no mercado, a experiência dos membros da diretoria e conselho de administração, o ramo de negócios que a companhia abrange, entre outras questões que serão exemplificadas ao longo deste trabalho.

A escolha da Lojas Renner como alvo de avaliação está relacionada ao fato desta ser uma empresa consolidada no mercado de capitais, onde está listada desde 1967, e de ter sido a primeira corporação brasileira, ou seja, a primeira empresa a não ter um acionista controlador, o que gera uma necessidade de comunicação mais clara com o mercado e de uma participação maior dos acionistas minoritários nas decisões sobre o futuro da Companhia. Pela larga experiência como corporação e também pelo alto grau

de governança corporativa que apresenta, a Lojas Renner é um modelo para muitas outras companhias brasileiras e por isso um interessante objeto de análise.

OBJETIVO

Abaixo serão descritos os objetivos do presente trabalho tanto de maneira geral como também estabelecendo objetivos mais detalhados que deverão ser atingidos no decorrer deste estudo.

Objetivo Geral

Elaborar uma avaliação das Lojas Renner S.A. através da análise fundamentalista.

Objetivos Específicos

Como forma de atingir o objetivo geral proposto acima, tem-se os seguintes objetivos específicos:

- ✓ Estudar os fundamentos da Lojas Renner S.A., como por exemplo seu histórico financeiro, seus dirigentes, sua estratégia, vantagem competitiva; para compreender a dinâmica de sua operação, estratégia, entre outros elementos relevantes;
- ✓ Analisar, a partir da prática do cálculo de avaliação da empresa, quais informações foram necessárias para elaboração deste trabalho;
- ✓ Calcular o valor da empresa, e seu preço-alvo para o final do ano de 2008, com base nas premissas estabelecidas a partir da análise geral da empresa e do setor.
- ✓ Analisar se o preço-alvo encontrado está próximo ao consenso de mercado estabelecido pelo conjunto de avaliações da Lojas Renner feitas por diversas instituições atuantes no mercado de capitais brasileiro e internacional ou, ainda, se apresenta potencial de valorização.

No capítulo a seguir, será desenvolvida a revisão da bibliografia que proporcionará o arcabouço teórico para este estudo focando em dois assuntos principais: a avaliação de

investimentos e o método de fluxo de caixa descontado. Após o capítulo supramencionado iremos dispor a metodologia utilizada no desenvolvimento deste trabalho seguido da análise dos dados da Lojas Renner e desenvolvimento do objetivo proposto.

1. AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS

A revisão bibliográfica, ou referencial teórico, tem por interesse formar um embasamento que sustente o desenvolvimento do trabalho de conclusão. Como o trabalho procura realizar a avaliação fundamentalista da Lojas Renner, esta revisão versará sobre avaliação de investimentos em geral e principalmente sobre fluxo de caixa descontado, que será o método utilizado para avaliação da empresa.

1.1. Avaliação de Investimentos

A análise fundamentalista é baseada nos fundamentos da empresa, objeto de avaliação, e parte do princípio de que existe uma correlação entre o valor intrínseco de uma ação e seu valor de mercado. O valor intrínseco de uma organização que, segundo Graham (2003), independe do preço da ação, seria o resultado do cálculo do valor presente de seus lucros estimados com base na avaliação respectiva do seu patrimônio, sua posição e seu desempenho no respectivo setor de atuação, como também pela intensidade da concorrência, pelo grau de atualização tecnológica do empreendimento, pelo nível de intervenção estatal na área de atuação (subsídios, controle de preços, proteção tributária), por sua política de distribuição de lucros, podendo, portanto, ser calculado.

Teoricamente, quando o valor intrínseco de uma companhia se situa acima do seu preço de mercado, existe uma oportunidade iminente de valorização das ações desta companhia no mercado acionário, pois o seu preço justo ainda não foi incorporado ou reconhecido. Segundo a Teoria do Mercado Eficiente, criada por Eugene Fama (1970), em mercados onde há um grande número de investidores bem informados, os investimentos serão precificados de modo a refletir todas as informações disponíveis no mercado. Porém esta teoria é submetida a dois vies principais: primeiro, não se pode estimar o nível de informação de todos os investidores para inferir que a maioria deles possui um nível alto de informação; segundo, existem outros fatores que implicam a decisão de investimento dos agentes atuantes no mercado.

Dentro das organizações, os administradores têm muita informação sobre a estratégia das empresas, porém uma série de fatores estratégicos faz com que essas

informações não sejam totalmente divulgadas. Este fenômeno é chamado de assimetria da informação, e reflete a situação em que um participante do mercado não sabe o suficiente sobre outro participante para poder tomar a decisão mais precisa com respeito à transação, explica Carvalho (2007). Devido a esta informação assimétrica existe a relevância de se recorrer aos fundamentos macroeconômicos e ao comportamento econômico-financeiro da companhia para se obter uma estimativa do valor intrínseco que seja o mais próximo da realidade econômica das empresas individualmente.

A teoria dos mercados eficientes, entretanto, não vem afirmar que o mercado sempre “acerta”, mas sim que um mercado será eficiente se as novas informações disponíveis nele forem rápida ou imediatamente refletidas nos preços das ações (Copeland *et al.*, 2002, p.90). Para o mesmo autor, ainda que o mercado seja ocasionalmente ineficiente, os administradores devem tomar decisões de negócio admitindo a eficiência de mercado e concentrando-se na elevação de longo prazo de seu fluxo de caixa livre, o que poderá refletir em maiores preços por ação.

Para Martins (2008), a análise fundamentalista analisa tópicos que se relacionam com o desempenho da empresa para concluir sobre suas perspectivas utilizando toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa. Segundo Winger e Frasca (1995), esta análise tem três fatores como alicerces: a análise da empresa; a análise do setor industrial em que a empresa está inserida, e a análise geral da economia. O primeiro seria a análise dos dados concretos da empresa, como demonstrações financeiras e contábeis, histórico da companhia, capital humano, fontes de recursos e outros aspectos que já fazem parte do modelo da empresa. O segundo é a análise do setor industrial em que esta companhia está inserida, coletando dados do mercado, competidores, oportunidades e riscos do negócio entre outras perspectivas. O terceiro seria a análise macroeconômica que fornece o contexto onde o cenário, tanto da empresa como do setor, está inserido. Dentro desta análise está a observação de fatores como taxa de juros, inflação esperada, crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do país ou países em que a empresa opera, cenário político, oferta e demanda e outros fatores relevantes ao desempenho da companhia.

1.2. CAPM

Um dos principais fatores a influenciar a tomada de decisão na escolha do ativo que se irá investir é a análise do risco. Um modelo bastante usado no mercado financeiro é o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), que pode ser definido também como a remuneração pela espera mais a remuneração pelo risco. Segundo Damodaran (1997), o CAPM é construído sobre a premissa de que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas apenas aquela porção de variação que não é diversificável é recompensada.

Copeland *et al.* (2002) mostram que no modelo CAPM, o custo de oportunidade é igual ao retorno dos títulos livres de risco mais o risco sistemático da empresa, representado pelo beta, multiplicado pelo prêmio de mercado. Para Damodaran (1997), “o retorno esperado sobre os investimentos compreende a recompensa, e a variância nos retornos esperados compreende o risco do investimento.” Assim, no CAPM, a variância é a única medida de risco. Na situação em que os investidores tiverem que escolher entre dois investimentos com mesmo desvio-padrão e retornos diferentes, irão escolher aquele de maior retorno esperado. Deste modo, o CAPM procura mensurar o retorno que um ativo deve proporcionar aos seus investidores para recompensar o risco assumido, em relação ao risco do mercado e ao retorno proporcionado por ativos livres de risco. O risco sistêmico ou risco não-diversificável vem de fatores macroeconômicos gerais que afetam as empresas como um todo. Para exemplificar, pode-se citar a variação do câmbio, a inflação, a política monetária, a taxa de juros básica entre outros. Já o risco não sistêmico, é individual a cada empresa e pode ser eliminado pela diversificação de investimentos.

A idéia inserida no cálculo do CAPM é a de compensar o investidor pelo capital próprio investido no negócio, levando consideração dois elementos: remuneração pela espera e remuneração pelo risco. Na fórmula do CAPM, temos:

$$K_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Onde:

R_f = prêmio pago ao ativo livre de risco (espera).

$R_m - R_f$ = Prêmio por risco.

β = Medida do risco do ativo em relação à uma carteira padrão.

1.3. Beta

Este índice mede a variação de uma ação em relação a uma carteira de mercado, perfeitamente diversificada. No caso brasileiro, o IBOVESPA é o referencial mais utilizado. O coeficiente β é usado para medir o risco não-diversificável, isto é, fatores de mercado que afetam todas as empresas, como, por exemplo, guerra, inflação e crises internacionais. Ou seja, este índice irá tentar mensurar quanto um ativo está sujeito às variações não controláveis do mercado e do ambiente. É um índice que mede a relação entre o retorno de um ativo e o retorno do mercado. Desta forma, o prêmio por risco será sempre multiplicado por este coeficiente, exigindo um prêmio maior por risco quanto maior a variação do ativo em relação à carteira de mercado.

O beta da carteira de ações padrão, IBOVESPA, é sempre igual a 1, uma vez que ela é a base para o cálculo comparativo. O beta desta carteira é o beta médio de todos os títulos disponíveis. Desta forma, concluímos que, quando o beta for igual a um ($\beta=1$), o ativo será chamado “ativo médio”, pois sua variação tende a acompanhar perfeitamente o mercado. Quando o IBOVESPA valoriza 10%, por exemplo, o ativo valoriza na mesma proporção. Quando o beta for menor que um ($\beta<1$), diz-se que o ativo é defensivo, pois possui oscilações inferiores ao mercado e no mesmo sentido. Quando o IBOVESPA valoriza 10%, o ativo tende a valorizar menos do que 10%. Já no caso de o beta ser maior do que um ($\beta>1$) ele é chamado agressivo, pois possui oscilações maiores do que o mercado e no mesmo sentido. Por exemplo, uma ação com $\beta=2,0$ tende a valorizar/desvalorizar o dobro do mercado (IBOVESPA).

1.4. Custo Médio Ponderado do Capital

O Custo Médio Ponderado do Capital, também conhecido como WACC (*weighted average cost of capital*), que é o custo das diferentes espécies de financiamento utilizadas pela entidade, com pesos definidos a partir dos custos cobrados por tais financiamentos pelo mercado e não pelo seu valor contábil (Schmidt; Santos, 2005, p.8). O custo da capital é, intuitivamente, a média ponderada dos custos de diferentes componentes do financiamento usado para capitalizar a demanda financeira da empresa, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos (Damodaran, 2007, p. 41).

Pode-se então calcular o WACC através da fórmula apresentada abaixo:

$$WACC = Re (PL/V) + Rd (D/V) \times (1-Tc)$$

Onde:

Re= Custo do capital próprio

PL = Capital próprio da empresa, Patrimônio Líquido

Rd = Custo da dívida ou custo do capital de terceiros

D = Dívida ou exigível

V= D+PL = Capital total da empresa

Tc=alíquota de impostos, taxa de Imposto de Renda no caso de empresa brasileira

Onde o custo do capital próprio (Re) é calculado da seguinte maneira:

$$Re = Rf + \beta_e \times (Rm - Rf) + Rp$$

Onde:

Rf = Taxa livre de risco

Rm = Retorno esperado do mercado

Be = Risco sistemático da ação

Rp = Risco-país

1.5. Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)

É o cálculo utilizado para estimar a eficiência de uma companhia na alocação de capital para investimentos rentáveis. A medida de retorno sobre o capital investido fornece um senso de quão bem uma companhia está utilizando seu capital para gerar retorno. Seu resultado é sempre um percentual.

A fórmula geral do ROIC é a seguinte:

$$ROIC = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido menos impostos ajustados (NOPLAT)}}{\text{Capital Investido}}$$

Onde NOPLAT representa os lucros operacionais após impostos da empresa depois de terem sido os impostos ajustados para valores de caixa. O cálculo do NOPLAT parte do EBITDA, a receita operacional antes de impostos que a empresa teria se estivesse livre de endividamento e da amortização do fundo comercial. No cálculo do EBITDA costumam ser excluídas receitas advindas de juros, despesas financeiras, depreciação de ativos fixos, resultados extraordinários e rendimentos de investimentos não operacionais.

Empresas de ROIC mais elevado têm razões valor de mercado / capital mais elevadas. Empresas de crescimento mais rápido têm razões valor de mercado / capital ,ais altas sempre que o ROIC supera o WACC. (Copeland *et al.* 2002)

1.6. Métodos de Análise de Investimentos

Segundo Damodaran (2007, p.6) existem três abordagens à avaliação. A primeira, que será detalhada posteriormente neste trabalho, é a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de determinado ativo pelo valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados deste ativo. A segunda se trata da avaliação relativa, que estima o valor de um ativo analisando a precificação de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira seria a avaliação por direitos contingentes que utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativo que compartilham características de opção. Para o autor essa é a abordagem mais comum nas salas de aula e a que se apresenta com as melhores referências teóricas.

Na visão de Copeland *et al.* (2000), o valor de uma empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros descontados a valor presente, sendo que haverá criação de mais valor apenas quando as empresas investem em retornos que excedam seu custo de capital.

Existem metodologias mais comumente aceitas e mais difundidas no meio acadêmico. Segundo Ross *et al.*(2002), existem três critérios para a análise de investimentos: fluxo de caixa descontado, que possui três derivações (Valor Presente Líquido, Taxa Interna de Retorno e Índice de Rentabilidade), *payback* e critério contábil.

1.7. Valor Presente Líquido (VPL)

O valor presente líquido é representado através da fórmula matemático-financeira onde se determina o valor presente de pagamentos futuros descontados a uma taxa de juros apropriada, menos o custo do investimento inicial. Ele reflete a diferença entre seu valor de mercado e seu custo, levando em conta o valor do dinheiro no tempo. O cálculo do VPL pode ser representado pela seguinte equação:

$$VPL = -Investimento + \frac{FC_1}{(1+i)} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

onde FC é fluxo de caixa e i é taxa de desconto

O método VPL é um dos mais indicados para analisar projetos de investimento. Através dele, um projeto de investimento potencial deve ser empreendido se o valor presente de todas as entradas de caixa, menos o valor presente de todas as saídas de caixa (que iguala o valor presente líquido) for maior que zero. Ressalta-se que o VPL não é afetado por métodos contábeis, pois reflete os fluxos de caixa. Assim, um investimento deverá ser aceito se seu VPL for positivo e rejeitado se for negativo.

1.8. Taxa Interna de Retorno (TIR)

A taxa interna de retorno é a taxa necessária para igualar o valor de um investimento com os seus respectivos retornos futuros ou saldos de caixa. Quando utilizada em análise de investimentos significa a taxa de retorno de um projeto.

Segundo Ross *et al.* (2002), a Taxa Interna de Retorno (TIR) é a taxa de desconto que faz com que o VPL estimado de um projeto seja igual a zero. A regra para uso correto do conceito de TIR consiste em aceitar projetos onde a TIR é maior do que o retorno exigido. Assim, a TIR é o menor custo de oportunidade que um projeto de investimento deve aceitar. A TIR e o VPL estão totalmente interligados, e levam exatamente a mesma decisão para quaisquer modalidades de projeto. Porém, no caso dos fluxos de caixa do projeto não serem convencionais, pode existir nenhuma ou mais de uma TIR. Além disso, a TIR não pode ser utilizada para classificar projetos

mutuamente excludentes, uma situação na qual aceitar um investimento impede que se aceite outro. Em tais condições, o projeto com a TIR mais alta não é necessariamente o investimento preferível, dependendo muitas vezes do perfil do fluxo de caixa futuro do investimento. Existe também a chamada Taxa Interna de Retorno Modificada (TIRM), que tenta evitar os problemas que ocorrem com o TIR comum. Neste caso específico, os fluxos de caixa negativos são trazidos a valor presente, enquanto os fluxos de caixa positivos são levados a valor futuro. Deste modo, após essa padronização fica mais fácil trazê-los para o momento atual.

1.9. Índice de Rentabilidade (IR)

Conforme Ross *et al.* (2002), o Índice de Rentabilidade reflete o valor presente dos fluxos de caixa futuros de um investimento divididos pelo seu custo inicial. Ele também é conhecido pelo nome de índice quociente benefício/custo. No caso de investimentos com VPL positivos, o IR será maior que 1, portanto devem ser aceitos no projeto. Quando o IR for maior do que um, por exemplo 1,10, significa que cada unidade monetária investida rende 1,10 vezes o capital inicial investido. Este método é bastante simples de ser compreendido, porém não consegue atingir investimentos de magnitudes diferentes, já que é relativo.

1.10. *Payback*

O período de *payback*, ou simplesmente *payback* é o prazo estimado para a recuperação de determinado capital investido, é um indicador voltado à medida do tempo necessário para que um projeto recupere o capital investido. É aplicável a projetos convencionais no qual a soma dos fluxos de caixa de um investimento iguala seu custo. A regra para a correta utilização do *payback* consiste em aceitar projetos que tenham período de *payback* inferior a seu máximo permitido ou pré-estabelecido. O método de cálculo é bastante simples, entretanto, é considerada uma análise deficiente, pois ignora o valor do dinheiro no tempo, o risco e os fluxos de caixa além do período de equilíbrio. A regra tende a favorecer investimentos que liberam caixa mais rapidamente. A opção mais adequada para a utilização dessa regra é o método de *payback* descontado, que leva em conta os fluxos de caixa futuros descontados a valor presente.

1.11. Retorno Contábil Médio

O Retorno Contábil Médio (RCM) consiste na relação entre o lucro líquido médio de um investimento dividido pelo seu valor contábil médio. Assim, um projeto é considerado aceitável se seu retorno contábil médio for maior do que a meta estabelecida. Para muitos autores, não existe um consenso de como estipular meta com objetividade. Apesar de ser facilmente calculado, o RCM não é uma medida financeira, o que não pode ser comparado com benchmarks no mercado financeiro. Os valores contábeis apresentados por ele são substitutos pobres do fluxo de caixa. Por fim, uma das principais falhas dessa medida é o fato de ignorar o valor do dinheiro no tempo.

O referencial teórico dará apoio ao objetivo determinado e descrito conforme o próximo item.

1.12. Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

O método de avaliação por fluxo de caixa descontado se baseia na teoria de que o valor de um negócio no presente é resultado da estimativa dos fluxos de caixa futuros que este empreendimento irá gerar, descontados para um valor presente através de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados (Damodaran, 2004, p.611). Para Copeland *et al.* (2002), existem alguns passos a serem seguidos para a avaliação de empresa conforme esse método:

- ✓ Analisar o desempenho histórico da empresa;
- ✓ Projetar o desempenho futuro e o correspondente fluxo de caixa;
- ✓ Estimar o custo de capital;
- ✓ Estimar o valor da perpetuidade;
- ✓ Calcular e interpretar resultados.

A determinação de valor de uma empresa é feita através do desconto do fluxo de caixa futuro, usando a fórmula abaixo:

$$VA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

onde:

FC_t = Fluxo de Caixa da empresa esperado no período t

r = taxa de desconto (reflete o risco inerente ao fluxo de caixa estimado)

n = vida útil do ativo

Para Damodaran (1997), essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentem fluxos de caixa positivos, os quais possam ser confiavelmente estimados para períodos futuros e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto. A técnica de avaliação por fluxos de caixa descontados captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por constituir-se em uma técnica de natureza econômica, reflete de forma mais consistente o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contábeis, as quais se baseiam no lucro contábil e não consideram o investimento exigido para gerar os lucros nem o momento em que eles ocorreram.

A respeito do fluxo de caixa, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 135) conceituam:

A capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa (e, portanto, sua capacidade de criação de valor) é movida pelo crescimento no longo prazo e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao custo do seu capital.

Os vetores financeiros do fluxo de caixa e do DCF são o crescimento (do faturamento e dos lucros) e o retorno sobre o capital investido em relação ao custo do capital da empresa (Copeland et al., 2002). O mesmo autor ainda explica que precisamos usar também as medidas operacionais e estratégicas chamadas de vetores de valor, pois apenas as medidas financeiras de curto prazo podem indicar tardiamente mudanças na criação de valor.

1.13. Valor Contínuo ou Perpetuidade

Há três elementos na previsão de fluxos de caixa. O primeiro é determinar a duração do período de crescimento extraordinário, ou seja, o período que será analisado de maneira detalhada e que está relacionado à fase do ciclo de vida de empresa e à concorrência que enfrenta. O segundo é estimar os fluxos de caixa durante o período de alto crescimento, projetando o crescimento da companhia. O terceiro corresponde ao cálculo do valor terminal, ou contínuo, que deve se basear na trajetória esperada dos fluxos de caixa a partir do ano terminal (Damodaran, 2007). Segundo o autor, a questão de por quanto tempo uma empresa será capaz de sustentar um alto crescimento é provavelmente uma das mais difíceis de se avaliar.

Como mencionamos, avaliação de um ativo geralmente contempla um período de horizonte finito. Porém para que possamos estimar o valor contínuo após o período de previsão explícita utilizamos o conceito de valor contínuo. Neste caso, podemos dividir o valor da empresa em dois períodos da seguinte maneira:

$$\text{Valor} = \begin{array}{c} \text{Valor presente do fluxo} \\ \text{de caixa durante o} \\ \text{período de previsão} \\ \text{explícita} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Valor presente do fluxo} \\ \text{de caixa após o} \\ \text{período de previsão} \\ \text{explícita} \end{array}$$

Existem dois tipos de estimativas de perpetuidade, o primeiro que assume que a empresa não terá crescimento após o período previsto, e que, portanto, não gerará valor ao acionista após determinado momento, e o segundo que se trata da perpetuidade com crescimento, e que será o método utilizado no presente trabalho.

Em uma análise prospectiva é razoável se supor que uma empresa, mesmo com sua capacidade instalada devidamente ocupada, poderia oferecer perspectiva de crescimento constante e infinitamente sua capacidade de geração de caixa. Naturalmente a taxa de crescimento deverá ser pequena, em consonância com a perspectiva de crescimento das empresas maduras nas economias mais desenvolvidas. Para as economias emergentes esta taxa deve estar de acordo com as práticas observadas no país de análise.

A fórmula de cálculo da perpetuidade com crescimento é dada pela seguinte expressão:

$$\text{Valor Presente da Perpetuidade} = \frac{\text{Valor da Perpetuidade}}{\text{Taxa de desconto do fluxo} - G}$$

Onde:

G = É a taxa de crescimento constante e infinita do fluxo de caixa. A letra G deriva da palavra *growth*, crescimento em inglês.

1.14. Múltiplos de Mercado

A análise fundamentalista alia o componente preço aos indicadores financeiros da empresa. Isso porque os múltiplos de mercado em que se baseia são calculados como a relação entre o valor de mercado da empresa e elementos dos demonstrativos financeiros. Os indicadores fundamentalistas mais utilizados por analistas são: P/VPA, P/LPA, VE/EBITDA, e *Dividend yield*.

- ✓ Preço/Valor Patrimonial por Ação (P/VPA): indica quanto o mercado paga para cada real que os acionistas investiram na empresa. Por exemplo, se o P/VPA da companhia é 1,5, isso significa que o mercado está disposto a pagar R\$ 1,5 por cada R\$ 1 que os acionistas investiram na empresa. O mesmo raciocínio vale para P/VPA inferiores a 1, nesse caso o mercado aplica um desconto no capital investido pelos acionistas.
- ✓ Preço/Lucro Líquido por ação (P/LPA ou P/E): expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu lucro líquido. Assim como o P/VPA, quanto maior o indicador mais cara a ação está em relação a sua geração de lucro, e vice-versa no caso de um indicador menor. Ele indica o número de anos necessários para que o investidor recupere o investimento com os resultados obtidos por ação. É recomendável fazer uma análise comparativa do P/LPA da empresa com o de outras companhias do mesmo setor para observar se esta está barata ou cara quando comparada a seus pares.
- ✓ *Dividend Yield* (ou retorno de dividendos): é calculado como a divisão entre o dividendo pago por ação em um determinado período, geralmente 12 meses, e a última cotação da ação. Empresas que possuem um dividend yield alto

tendem a ser as escolhidas por investidores que preferem retorno garantido a ganhos de capital.

- ✓ VE/EBITDA (EV/EBITDA): Esse múltiplo relaciona o valor da empresa com a sua capacidade de geração de caixa (fluxo de caixa), o EBITDA, que é uma medida aproximada do fluxo de caixa operacional da empresa, pois exclui depreciação e despesas financeiras. Esse múltiplo não se aplica a empresas financeiras, pois para essas companhias endividamento financeiro (e despesas financeiras) faz parte de suas atividades normais. Assim, este múltiplo indica, o número de anos necessários para que o fluxo de caixa operacional da empresa compense o capital investido.

| VANTAGENS | DESVANTAGENS |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Simplicidade • Rapidez na precificação • Necessidade de poucas informações | <ul style="list-style-type: none"> • Diferença nos fundamentos das empresas comparáveis • Qualidade das informações (empresas não auditadas e que não publicam suas DF's) • Especificidades de cada transação (empresa, linha de negócio, carteira de clientes, ativos imobilizados, etc) • Efeito manada (todo o setor pode estar super ou subavaliado) |

A melhor utilização destes índices é a avaliação comparativa dos índices com os pares de mercado aliado a uma análise mais detalhada dos fundamentos da empresa.

2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho consiste em um estudo de caso da Lojas Renner onde será realizada uma avaliação fundamentalista utilizando o método de avaliação por fluxo de caixa descontado para o apontamento de um preço-alvo para a Companhia. Para este fim, o primeiro passo será o recolhimento de dados da Companhia a ser analisada. Depois, será elaborada uma projeção dos fluxos de caixa da Lojas Renner e o desconto a valor presente dos mesmos seguindo os passos indicados no item “Avaliação da Lojas Renner”. Por fim será realizada uma análise dos resultados encontrados.

2.1. Coleta de Dados

Nesta etapa, é realizada a coleta de dados históricos, financeiros, econômicos e setoriais das empresas em estudo. Os dados do setor poderão ser obtidos a partir das seguintes fontes:

- ✓ Prospecto Definitivo de Oferta Inicial de Ações da Lojas Renner;
- ✓ Área de Relações com Investidores da Lojas Renner
- ✓ Divulgação de dados trimestrais e anuais da Companhia (ITR, DFP, IAN, Press Release, Apresentações de Teleconferências, Balanços Anuais)
- ✓ Instituto de desenvolvimento do Varejo (IDV) - <http://www.idv.org.br>;
- ✓ Instituto de Estudos e Marketing Industrial (IEMI)-<http://www.iemi.com.br>;
- ✓ Relatórios de Bancos;
- ✓ Boletim semanal Focus do Banco Central.

Os dados da Companhia estudada se encontram disponíveis no site <http://www.lojasrenner.com.br/ri> : O prospecto definitivo de oferta de ações realizada no ano de 2005 é uma rica fonte de informações, pois abrange desde o histórico, visão setorial até demonstrativos financeiros e riscos inerentes ao negócio. Já os relatórios divulgados na CVM são bastante interessantes do ponto de vista contábil e financeiro, sendo divulgados em bases trimestrais e/ou anuais. O ITR (Informações Trimestrais) mostra o resultado da operação da empresa em cada trimestre. O DFP (Demonstração

Financeira Padronizada) representa os números do exercício anual, acompanhados da nota explicativa e comentário de desempenho. Por sua vez, o IAN (Informação Anual) é um complemento do DFP contemplando estatuto social, administração, histórico do setor, produtos/serviços, informações sobre governança, entre outros.

A coleta destes dados será aplicada na realização da avaliação da Lojas Renner que será elaborada conforme os passos a seguir apresentados.

2.2. Avaliação da Lojas Renner

Depois de obtido os dados acima, são estimados os fluxos de caixa futuros da Empresa, bem como a escolha das premissas adotadas. As projeções para a Companhia serão desenvolvidas nas seguintes etapas:

- 1) Análise do desempenho histórico: comparação dos principais dados econômico financeiros, como por exemplo, faturamento, Ebitda, dívida, lucro, margens, etc;
- 2) Elaboração de premissas criadas com base no histórico e estratégias da Companhia que devem apontar a visão geral que temos da empresa, os princípios nos quais deveremos nos fundamentar para elaborar as projeções futuras da Companhia e também todas as outras variáveis inerentes à análise;
- 3) Projeção dos desempenhos futuros: As projeções são atribuídas ao fluxo de caixa livre, englobando receitas, custos, despesas, capital de giro, impostos, depreciação e investimentos. Vale ressaltar que as principais perspectivas para o setor, bem como a legislação vigente irão influenciar na evolução das contas. É importante lembrar que o fluxo de caixa livre consiste no Ebitda menos a variação no capital de giro operacional, menos o imposto de renda sobre o Ebit e menos os investimentos em imobilizado;
- 4) Estimativa do custo de capital: para o cálculo do custo de capital das empresas, será utilizado o conceito de custo médio ponderado de capital

(WACC), que reflete os custos de dívida e capital próprio ponderados. Para definir o custo do capital próprio será utilizado o CAPM (Capital Asset Pricing Model). Para a estimativa da taxa livre de risco e do prêmio pelo risco Brasil (risco-país) serão utilizados, respectivamente, o retorno dos títulos de 10 anos do governo americano e o Spread Over Treasury dos títulos da dívida externa brasileira, medido pelo Embi (Emerging Markets Bond Index) do JP Morgan. Para medir o risco específico da empresa, será calculado o beta alavancado pela estrutura de capital da empresa.

- 5) Estimativa do valor da perpetuidade: será realizada uma pesquisa com os relatórios anteriormente mencionados, com o propósito de verificar qual é a taxa de perpetuidade usada para o setor.
- 6) Cálculo dos resultados: após a realização das projeções de fluxo de caixa livre e a determinação do custo médio ponderado de capital, calculou-se o preço alvo. Esse preço é dado pela soma do valor presente dos fluxos de caixa.

Depois de calculado o valor da Companhia através do método de fluxo de caixa descontado, é realizada uma análise destes resultados.

2.3. Análise de Resultados

Depois de verificados os fluxos projetados, trazidos a valor presente e ajustados, os valores são divididos pelo número de total de ações para se chegar ao preço-alvo por ação ao final do ano de 2008.

A estimativa de preço-alvo será comparada ao consenso de mercado, ou seja, à média das estimativas atribuídas a Lojas Renner pelas instituições que a avaliam, para verificar se o resultado obtido é próximo do que os participantes do mercado estimam atualmente.

3. APLICAÇÃO DO MÉTODO E ANÁLISE DO RESULTADO

3.1. Visão Geral da Lojas Renner

A Lojas Renner é a segunda maior rede de lojas de departamentos de vestuário no Brasil, atualmente (12.10.08) conta com 104 lojas, em todas as regiões do país, sendo 97 delas instaladas em *shopping centers* e apenas 7 em ruas. A Companhia desenvolve e vende roupas, calçados e moda íntima de qualidade para mulheres, homens, adolescentes e crianças sob 11 marcas próprias, das quais seis são representativas do conceito Lifestyle, em que cada uma reflete um estilo próprio de ser e de vestir. A Lojas Renner também vende acessórios e cosméticos por meio de duas marcas próprias e oferece mercadorias em determinadas categorias sob marcas de terceiros.

O público-alvo da Companhia são mulheres entre 18 e 39 anos de idade que estão na faixa de consumo média e média-alta da população brasileira. A Lojas Renner oferece a seus clientes produtos de moda em vários estilos, com qualidade e preços competitivos, em ambientes práticos e agradáveis.

Um dos diferenciais da Companhia em relação aos outros varejistas do mercado é a Política do Encantamento, que faz parte da cultura da empresa e que está relacionado ao atendimento tanto nas lojas (operações) como também na administração tanto no atendimento de clientes internos quanto externos. Esta política está relacionada ao objetivo de não só satisfazer as expectativas dos clientes como também de superá-las, “encantando” os clientes. Para medir este grau de satisfação em todas as 104 lojas Renner existem aparelhos chamados “encantômetros” em que os consumidores, ao saírem das lojas, podem deixar sua opinião em relação ao atendimento e produtos da loja, ou seja, qual a impressão que tiveram daquele estabelecimento, da maneira como foram atendidos e da marca Renner como um todo. No ano de 2007 foram coletadas 17,6 milhões de opiniões em todo Brasil e 95,6% das opiniões encontravam-se entre clientes satisfeitos e muito satisfeitos e 4,4% dos clientes declararam-se insatisfeitos.

A partir de agosto de 2005, a Lojas Renner passou a oferecer também serviços financeiros, tais como vendas financiadas, empréstimos pessoais, títulos de capitalização e seguros. Estes produtos financeiros já no ano de 2007 representaram

17,5% do EBITDA da Companhia. A Lojas Renner foi uma das últimas varejistas a entrar no negócio de produtos e serviços financeiros, se comparada a seus pares, tais como Riachuelo e C&A. Até 2005, sua controladora, a companhia americana J. C. Penney, era contrária a este negócio principalmente por sua cultura diferente e dificuldade de compreensão da necessidade e dos benefícios que este *business* poderia oferecer aos clientes e aos resultados da Companhia.

Ao decidir deixar de operar no mercado brasileiro e voltar a centrar seus esforços nas operações nos Estados Unidos, a J.C. Penney decidiu não desfazer-se do controle da Companhia da maneira tradicionalmente realizada na época que seria a venda direta a outro controlador. A companhia americana decidiu fazer uma Oferta Pública no mercado de capitais, pulverizando o controle da Lojas Renner e tornando-a a primeira Corporação brasileira, ou seja, a primeira a ter 100% de seu capital difuso no mercado, sem um acionista controlador.

Este modelo de corporação deu aos administradores da Companhia mais liberdade para implementar alguns planos que visavam o crescimento e consolidação da Renner no mercado varejista. Ao mesmo tempo, reforçou a responsabilidade do *management* de criar estratégias e benchmark para este modelo, novo no mercado brasileiro.

As ações da Lojas Renner são negociadas no “Novo Mercado” desde 2005. Novo Mercado é um segmento especial do mercado de ações da Bovespa, destinado exclusivamente a companhias que atendam a requisitos mínimos e aceitem submeter-se a regras de “governança corporativa” diferenciadas. Os itens abaixo resumem os principais pontos que caracterizam o Novo Mercado e são aplicáveis à Companhia:

- ✓ divisão do capital social exclusivamente em ações ordinárias;
- ✓ ações que representem no mínimo 25% do capital social devem estar em circulação (não podem ser detidas pelo controlador);
- ✓ na alienação de controle, ainda que por vendas sucessivas, o negócio deve ficar condicionado a que sejam estendidas aos acionistas minoritários as mesmas condições oferecidas ao acionista controlador, incluindo o mesmo preço (“tag-along”);

- ✓ Conselho de Administração com no mínimo 5 membros, com mandato unificado de um ano;
- ✓ demonstração de fluxo de caixa nos ITRs e nas demonstrações contábeis anuais;
- ✓ a partir do segundo exercício após adesão ao Novo Mercado, a divulgação das demonstrações contábeis também em inglês e nos padrões internacionais “US GAAP” ou “IFRS” passa a ser obrigatória;
- ✓ o cronograma de eventos corporativos deve ser divulgado anualmente;
- ✓ a saída do Novo Mercado fica condicionada à realização de oferta pública de aquisição, por valor justo;
- ✓ adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

Na figura abaixo podemos observar o organograma da Companhia, onde podemos perceber que dos sete membros do Conselho de Administração, seis são independentes, o que atende a uma das melhores práticas de governança corporativa, as quais a Companhia observa e adota em diversas áreas de sua Administração. O único membro do Conselho de Administração não independente é o Diretor-Presidente José Galló.

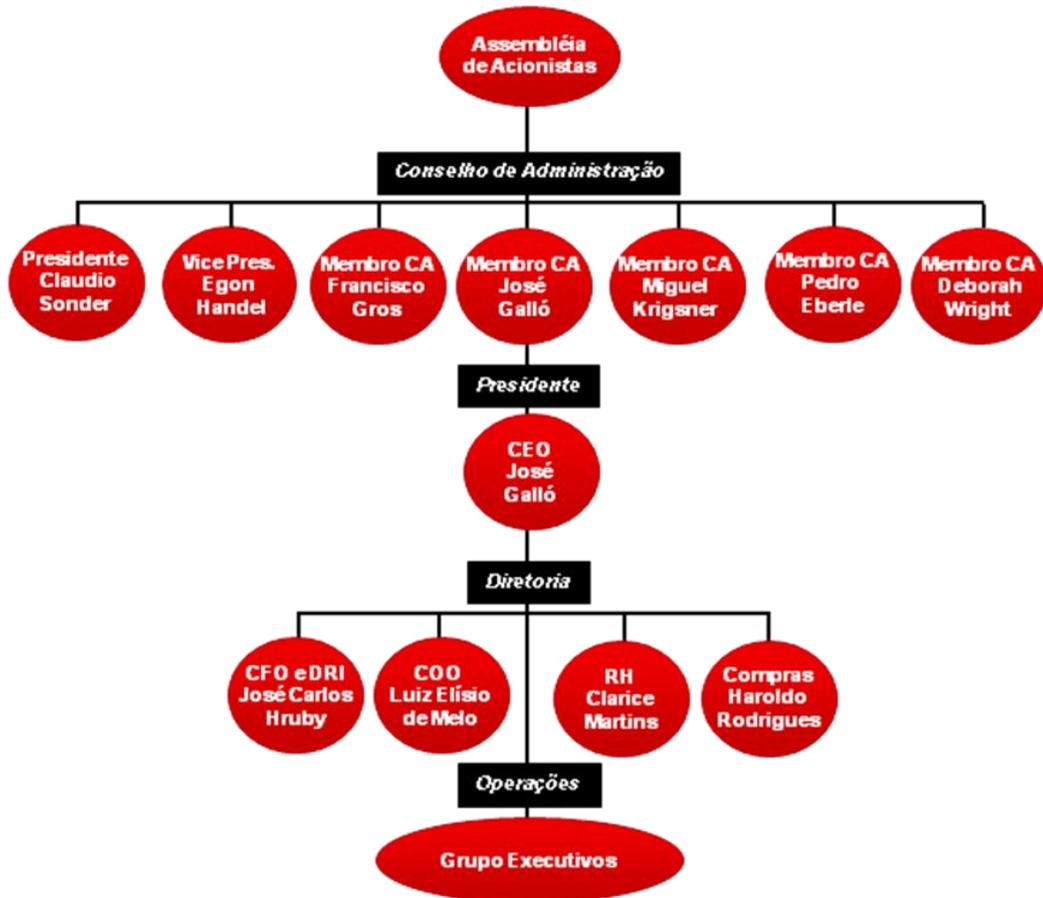


Figura 1 – Organograma da Lojas Renner

Fonte: Lojas Renner

Na parte operacional da Companhia destaca-se a estratégia logística da Companhia. No ano de 2007 o giro dos estoques da Lojas Renner ficou em 5,9 vezes, bastante eficiente considerando a abrangência de sua operação no Brasil que atinge desde a região Sul, até as regiões Norte e Nordeste. O ciclo médio de produção da empresa é de 51 dias, ou seja, este é o período médio que compreende desde a criação de uma peça, até sua fabricação e chegada na loja. Os centros de distribuição são totalmente automatizados, sem processos manuais e os produtos já chegam até eles totalmente embalados, etiquetados e encabidados pelos fornecedores. Os principais centros de distribuição são estrategicamente localizados próximos aos mais de 600 fornecedores ativos da Companhia, em São Bernardo – SP e Palhoça – SC.

Abaixo alguns gráficos que demonstram o sólido crescimento de resultados obtidos pela Lojas Renner de 2003 a 2007.



Figura 2 – Evolução da Receita Líquida e Vendas em Mesmas Lojas da Renner

Figura 3 – Evolução do EBITDA e da Margem EBITDA da Renner

Fonte: Lojas Renner

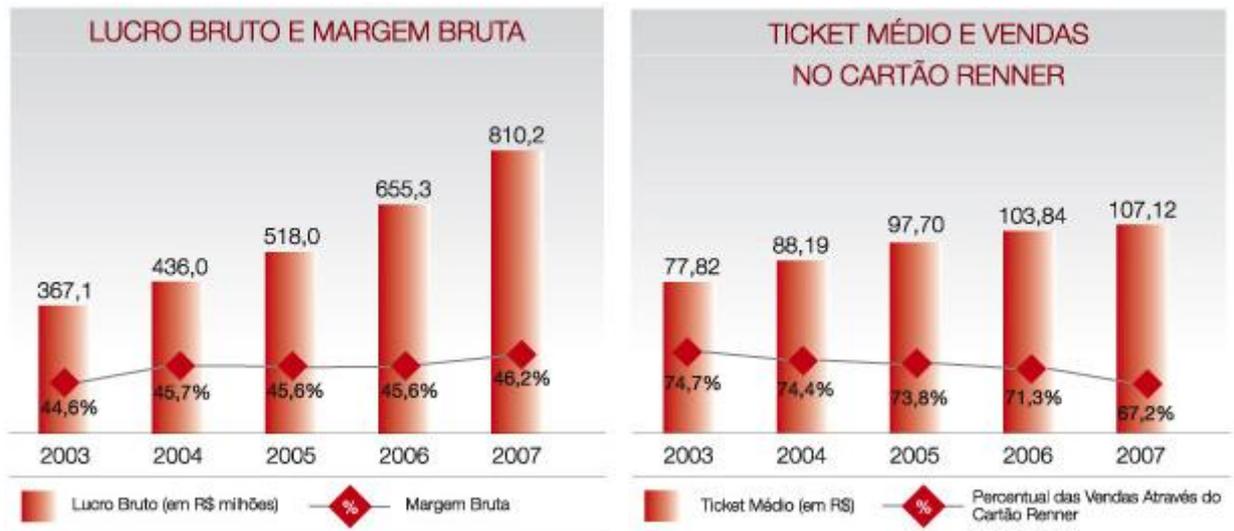


Figura 4 – Evolução do Lucro Bruto e Margem Bruta da Renner

Figura 5 – Evolução do Ticket Médio da Renner

Fonte: Lojas Renner

A medida do *ticket médio* do Cartão Renner mostra que os clientes têm gastado um montante cada vez maior por compra, o que é um indicador de melhora operacional. Esta melhora pode ser consequência do ambiente de loja, do acerto nas coleções, de um melhor giro de estoque, fazendo com que a loja esteja sempre abastecida e com novidades, entre outras melhorias operacionais.

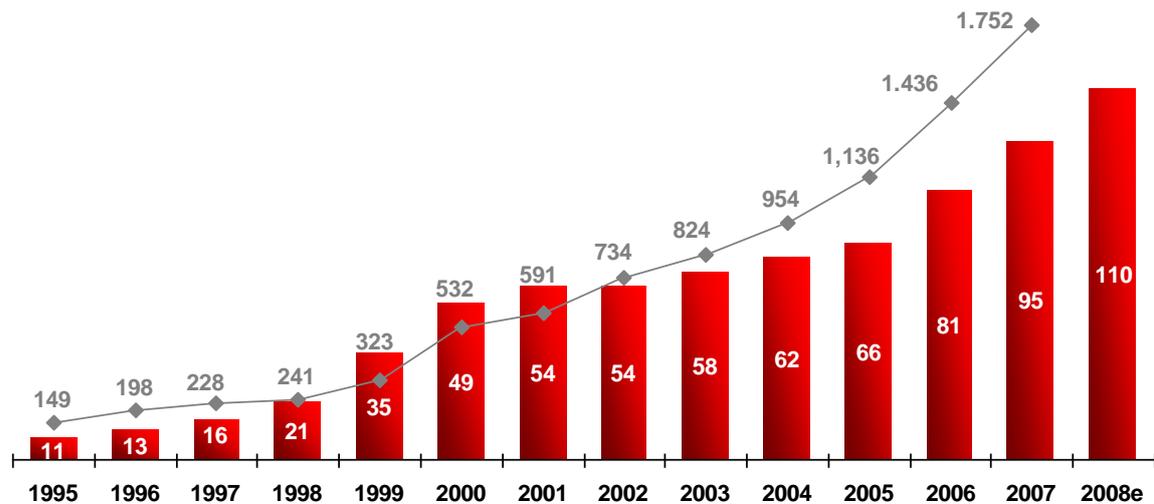
A partir das informações da Lojas Renner, sua visão geral e demonstrativos financeiros passados, no próximo capítulo serão desenvolvidas as premissas nas quais o trabalho irá se basear.

3.2. Premissas

As premissas nas quais irão se basear as estimativas de resultados futuros da Lojas Renner, podem ser divididas em três partes principais: visão dos pontos positivos da Lojas Renner (“negócio”), riscos da operação da Lojas Renner e perspectivas, tanto macroeconômicas como para o setor de varejo no Brasil.

3.2.1. Visão dos Pontos Positivos do Negócio

Experiência e capacidade de execução dos membros da diretoria. Entre os anos de 1999 e 2000 a Lojas Renner dobrou o número de unidades em operação no Brasil entrando na região Sudeste do país. Através da oportunidade identificada pela diretoria com a falência de duas das maiores redes de varejo da época, Mesbla e Mapping, que com sua saída deixaram disponíveis locais com a metragem necessária para instalação de uma loja Renner nos principais shoppings do sudeste brasileiro, permitiram a entrada da Companhia na região com a economia mais vigorosa do país. Esta entrada marcou o início do processo de expansão da Lojas Renner e foi uma estratégia chave para o futuro da Companhia. Analisando o crescimento de receita líquida, ganho de margem bruta, margem EBITDA e lucro líquido nos últimos 5 anos, fica evidente a capacidade de geração de resultados positivos e de eficiência no melhoramento de processos pelos membros da diretoria da Companhia. Na figura abaixo demonstramos o crescimento da Companhia em número de lojas e Receita Líquida.



◆ = Receita Líquida em R\$ milhões

■ = Número de lojas

Figura 6 – Evolução de número de lojas

Fonte: Lojas Renner

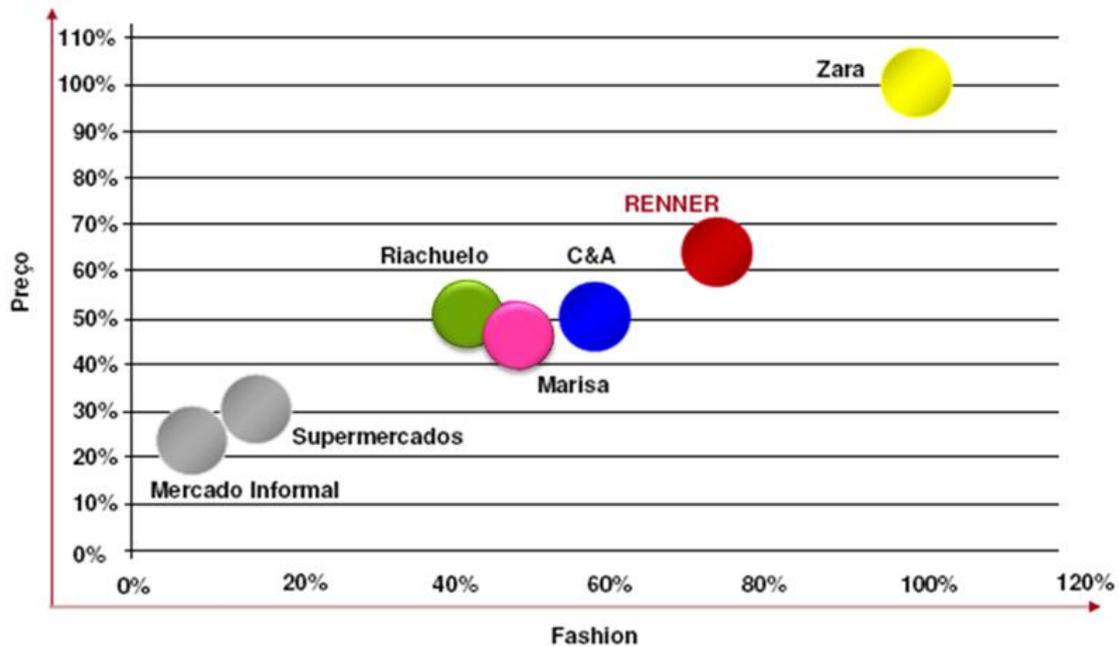
Conceito de Lifestyle como vantagem competitiva. O conceito de *Lifestyle* está relacionado aos estilos de vida de grupos de clientes baseado nas atitudes, interesses pessoais, valores e personalidades dos mesmos. A Lojas Renner implementou no ano de 2002 este conceito em suas lojas através da criação de 6 marcas próprias que representariam cada uma um estilo de vida diferente e que se aplicariam melhor aos clientes da loja. Dentre eles os estilos: jovem, casual, neo-tradicional, *fashion* e contemporâneo. Na visão dos clientes esta organização da loja facilita a compra e escolha de produtos e melhora o aproveitamento do tempo, pois dentro de apenas um dos cantos da imensa loja de departamento o cliente pode encontrar aquele grupo de produtos com os quais se identifica. Para a loja este conceito aumenta a oportunidade de vendas cruzadas, ou seja, a complementaridade de produtos que seguem a mesma linha de estilo e aumenta o giro dos estoques, pois reduz a sobreposição de mercadorias semelhantes em marcas diferentes onde geralmente uma marca venderia mais e a outra sobraria em estoque. Esta situação cria também oportunidade de ganhos de margem, pois ajustando os produtos para a venda existe uma menor necessidade de remarcação de mercadorias que sobram de uma coleção para queima de estoques.

O Cartão Renner como meio de alavancar vendas do varejo e de produtos financeiros. O Cartão Renner, criado pela Companhia há mais de 30 anos começou como instrumento de fidelização dos clientes da loja. Quando se resolveu iniciar a oferta de produtos e serviços financeiros no final de 2005, com a opção de pagamento de zero mais oito parcelas com juros, a Companhia já possuía uma base forte de dados dos usuários do cartão que hoje já somam mais de 13,1 milhões de consumidores. A partir de 2006 a Companhia passou a oferecer também Empréstimos Pessoais, Títulos de Capitalização e Seguros em parcerias com bancos e instituições financeiras, constituindo mais um serviço que agregou valor ao acionista e aumentou os resultados da Companhia. Em relação a outros varejistas como C&A e Guararapes, observamos que a Renner encontra-se num estágio anterior em termos de exploração de serviços financeiros, mostrando um potencial de crescimento ainda em evolução.

Plano de expansão da Companhia. Desde a Oferta Pública de Ações realizada em julho de 2005 a Companhia tem aberto entre 14 e 15 lojas por ano. O plano da Companhia é crescer organicamente através da abertura de novas lojas, nas mais diversas regiões do país, priorizando cidades com número de habitantes acima de 400 mil. Para este ano a Companhia pretende abrir 15 lojas finalizando 2008 com um total de 110 unidades.

Posicionamento estratégico diferenciado e status de âncora em grandes shoppings. A Lojas Renner possui um posicionamento estratégico de alto conceito de moda a preços competitivos o que aumenta a atratividade da loja diante das principais concorrentes: C&A e Riachuelo, que são destinadas a clientes de uma mesma faixa de renda, conforme matriz de posicionamento estratégico apresentada na figura abaixo.

Posicionamento de Mercado das Principais Varejistas de Vestuário



Fonte: Credit Suisse e estimativas da Lojas Renner

Figura 7 – Posicionamento Estratégico

Fonte: Lojas Renner

Após dispor sobre alguns dos pontos positivos da Lojas Renner, mostraremos no capítulo seguinte quais riscos deveremos considerar que são inerentes à operação da Companhia.

3.2.2. Riscos do Negócio

Riscos macroeconômicos, como aceleração da inflação, aumento do desemprego, crises financeiras entre outros fatores que afetariam diretamente a renda e confiança do consumidor.

Riscos relativos à moda. Como, por exemplo, erro de coleção, trazendo às lojas modelos e cores que não agradem o público em determinadas regiões do país. No caso da Lojas Renner este risco é mitigado devido a chegada nas lojas, de 15 em 15 dias, das chamadas mini-coleções, que seriam variações da coleção principal presente na loja para que esta esteja sempre abastecida com novidades incentivando a compra do consumidor que frequenta a loja assiduamente.

Forte competição entre os grandes varejistas de vestuário brasileiros – Riachuelo, C&A e Marisa. A corrida pela expansão e consolidação do mercado brasileiro pode apresentar forte competição entre os players, apesar de o mercado ainda ser bem fragmentado, o que representa um grande espaço para crescimento para todos estes varejistas. Atualmente, conforme dados fornecidos pela Lojas Renner, os 5 maiores varejistas de vestuário brasileiro possuem menos de 12% de participação no mercado.

Encontrar locais apropriados que sustentem o plano de expansão da Companhia – risco de execução. A Renner depende da sua capacidade de encontrar espaços em shoppings, e de negociar com os donos destes espaços para executar seu plano de expansão, levando em consideração que atualmente 93% de suas lojas estão localizadas neste tipo de empreendimento.

Risco de inadimplência nas operações de crédito. A Renner apresentou, nos últimos anos, níveis estáveis de inadimplência e oferece serviços com risco mais alto, como empréstimos pessoais, para clientes pré-selecionados, dos quais a empresa conhece os hábitos de pagamento e consumo. Porém existem riscos ao serem executados ajustes no *credit score* (programa responsável pela concessão de crédito ao cliente) da Companhia ou mudança na administração deste setor.

Alta participação do mercado informal no setor de varejo. Este risco estaria relacionado a um aumento de impostos no país ou ainda a um relaxamento no controle e fiscalização do setor.

3.3. Perspectivas

Nesta seção serão mostradas as mudanças que o ambiente macroeconômico brasileiro vem sofrendo tanto em aspectos econômicos como também na sua população. Depois, serão mostradas algumas tendências observadas para o mercado varejista e para a economia no Brasil atualmente.

3.3.1. Varejo no Brasil

Atualmente no Brasil é difícil mensurar com exatidão a fatia de *market share* de cada grande varejista de vestuário devido ao alto nível de informalidade no comércio. Porém estimativas feitas por estes *players* do mercado apontam que no varejo de vestuário, os cinco maiores em vendas representam juntos, uma fatia de 12% do mercado. Em relatório publicado no mercado, o analista Marcio Kawassaki do banco Raymond James estima que o percentual de *market share* da Lojas Renner esteja atualmente em torno de 2,2% no varejo de vestuário brasileiro, atrás apenas da holandesa C&A, que atualmente teria uma fatia de 3% do mercado. Em outros mercados latinos, como no Chile, por exemplo, os três maiores varejistas de vestuário representam 60% do mercado de varejo de vestuário. Podemos perceber assim que existe ainda bastante espaço para ganho de participação de mercado para as grandes varejistas.

O mercado brasileiro hoje é bastante fragmentado devido a um grande número de pequenos varejistas informais. Porém, recentemente, o país vem adotando sistemas de controle e regulação mais rigorosos, como o uso de nota fiscal eletrônica e medidas do governo paulista onde parte do imposto pode ser abatido do IPVA do consumidor, por exemplo, incentivando compradores a exigirem nota fiscal.

Em 2007, segundo dados do IBGE, a atividade de tecidos, vestuário e calçados, apresentou resultado de 10,7% de crescimento na comparação com 2006, sendo este o melhor resultado obtido pelo segmento, em todo o período coberto pela pesquisa, refletindo o quadro favorável da economia brasileira no ano. Segundo estimativas da Link Investimentos, publicadas em 12 de setembro, o comércio varejista seguirá apresentando crescimento, em torno de uma vez e meia a variação do PIB, pelo menos nos próximos cinco anos, com possibilidade de ganhos de margens em alguns segmentos.

Os principais vetores para o crescimento do varejo no Brasil, ou seja, os indicadores que, apresentando melhora, impulsionam as vendas do setor são: o aumento de renda da população, os níveis de emprego, o nível de confiança do consumidor e a expansão do crédito. No caso específico da lojas Renner este crescimento também está ligado a outros fatores como, o processo de expansão da Companhia, ou seja, o número de lojas e regiões do país que ocupa, um maior tráfego tanto nos shoppings como na loja da Renner, o aumento da venda financiada em oito

parcelas com juros, uma maior consolidação da marca junto aos consumidores, entre outros fatores.

No gráfico abaixo, mostraremos a evolução do rendimento médio mensal habitualmente recebido pelas pessoas ocupadas, no trabalho principal, segundo a Pesquisa Mensal do Emprego realizada pelo IBGE, onde podemos notar uma consistente tendência de elevação no período entre fevereiro de 2003 e julho de 2008.

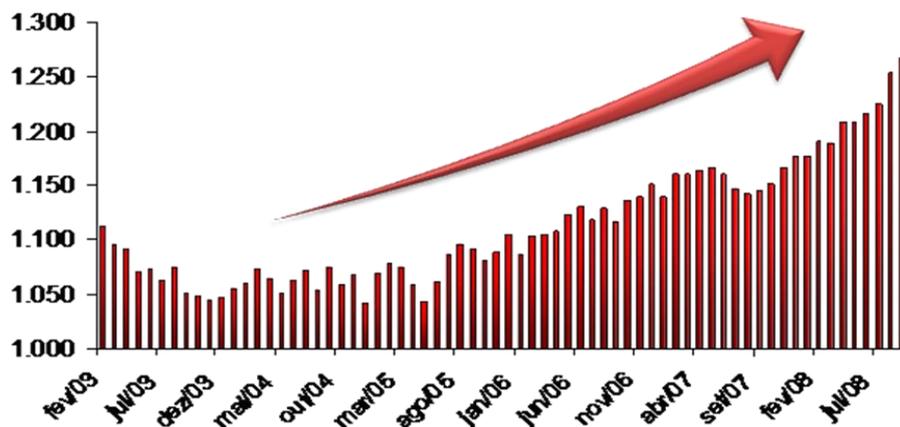


Figura 8 – Crescimento do rendimento médio mensal

Fonte: IBGE

A renda média do trabalhador deve continuar crescendo em 2009, apesar de ser em um nível menor do que foi apresentado nos últimos anos. Em 2006 e 2007 este crescimento foi de 6,4% e 6,3% respectivamente. As projeções indicam para os anos de 2008 e 2009, crescimentos de 6,5% e 4,0% respectivamente, segundo Revista Exame.

Em agosto de 2008, a taxa de desemprego nas seis principais regiões metropolitanas, ficou em 7,6%, segundo dados da Consultoria Tendências e UBS Pactual, a taxa de desemprego nunca foi tão baixa na série histórica analisada desde 2003. Até o final do ano a criação de empregos deve superar, pela primeira vez, a marca de 2 milhões. O número de trabalhadores com carteira assinada totalizou 32 milhões em 2007, um crescimento de 6,1%. O índice de formalização de emprego é o maior desde o início da série histórica em 1992. Conforme a figura número 9, podemos observar a tendência de queda do desemprego e de alta dos profissionais que trabalham com carteira assinada.

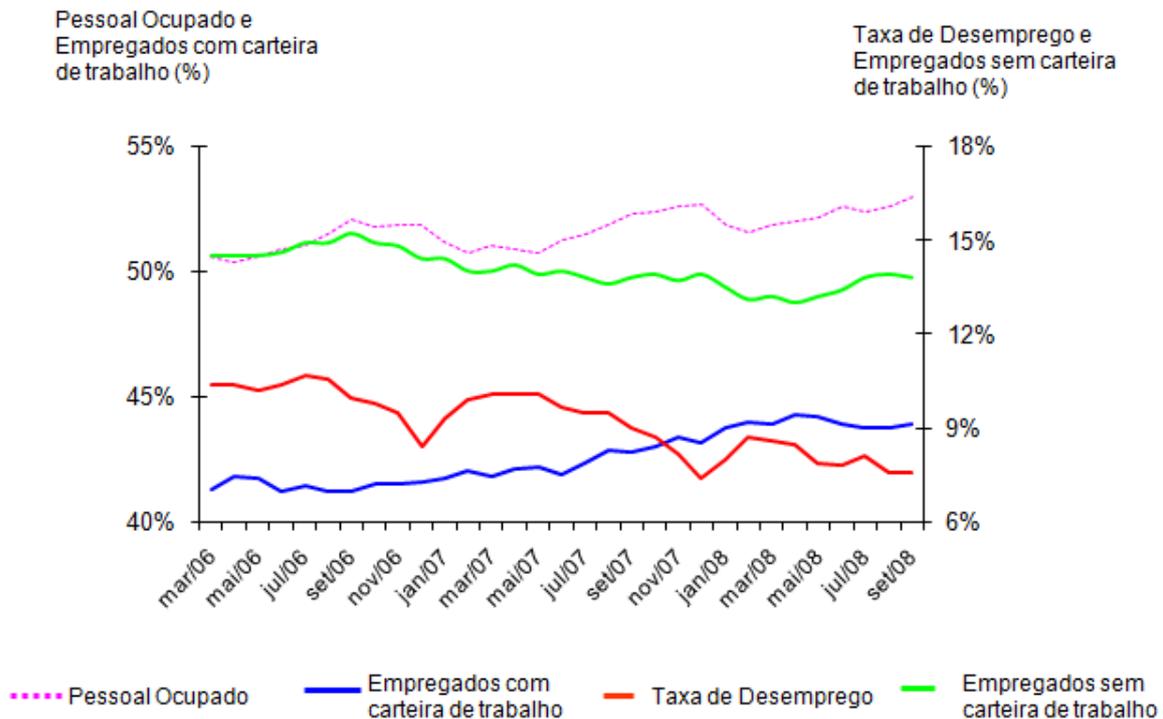


Figura 9 – Níveis de emprego

Fonte: IBGE

Segundo dados da Revista Exame a taxa de desemprego deve manter-se em queda para o ano de 2008 e 2009, as projeções são de 7,4% e 7,1% respectivamente. Os dados são de novembro de 2008.

O Índice Nacional de Confiança do Consumidor, varia de 0 a 200, sendo 0 o máximo de pessimismo e 200 o máximo de otimismo, e tem por finalidade aferir a extensão da confiança e a segurança do consumidor brasileiro quanto à sua situação financeiro ao longo do tempo. Este índice geralmente tem ciclos, como mostrado na figura 10, porém, podemos perceber que ele tem se mantido em um nível satisfatório nos últimos meses. O medo de perder o emprego, a instabilidade econômica, falta de crédito e inflação alta são os principais fatores que deterioram a confiança do consumidor.

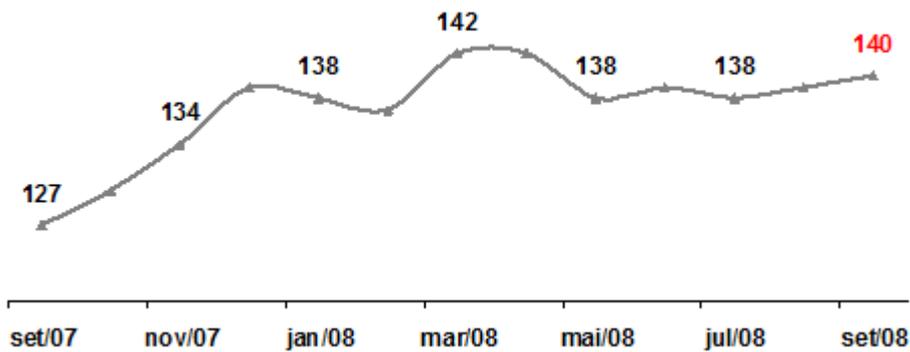


Figura 10 – Confiança do Consumidor

Fonte: Lojas Renner

A expansão do crédito vinha sendo o motor do consumo nos últimos anos, porém o seu ritmo de crescimento deve se reduzir. Uma das melhores medidas deste indicador é o percentual de empréstimos em relação ao PIB. A projeção para o final de 2008 é que este indicador alcance 37%, com avanço de 5 pontos percentuais em relação à 2007. Para 2009, as previsões mais atuais, indicam um crescimento mais modesto, para 39% do PIB. Abaixo podemos observar o crescimento do crédito pessoal no Brasil, em R\$ milhões, e também o volume de inadimplência do mesmo, nos últimos anos.

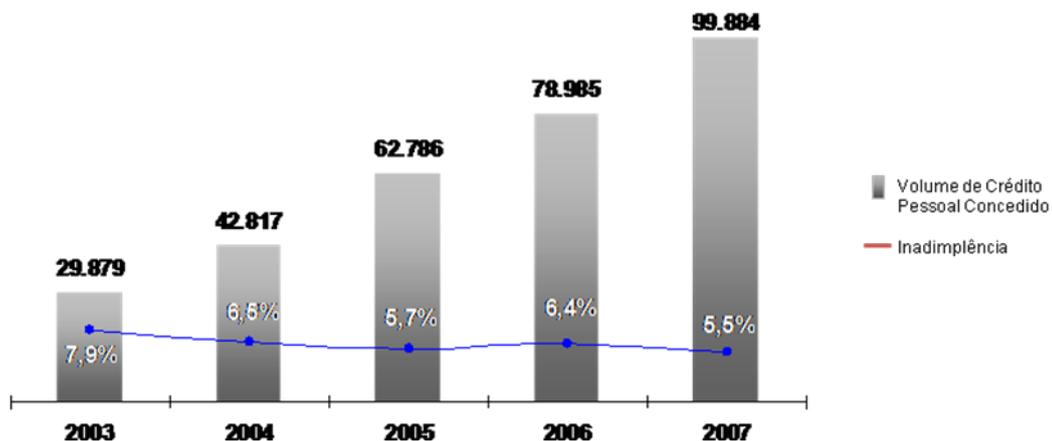


Figura 11 – Evolução do volume do crédito

Fonte: Banco Central

Podemos observar na figura 12 a variação do varejo de vestuário e calçados divulgada mensalmente pelo IBGE comparada à variação da Receita Nominal da Lojas Renner no mesmo período e percebemos que na maior parte do tempo analisado, de

junho de 2003 a agosto de 2008 a lojas Renner mostrou um crescimento superior à média de mercado.

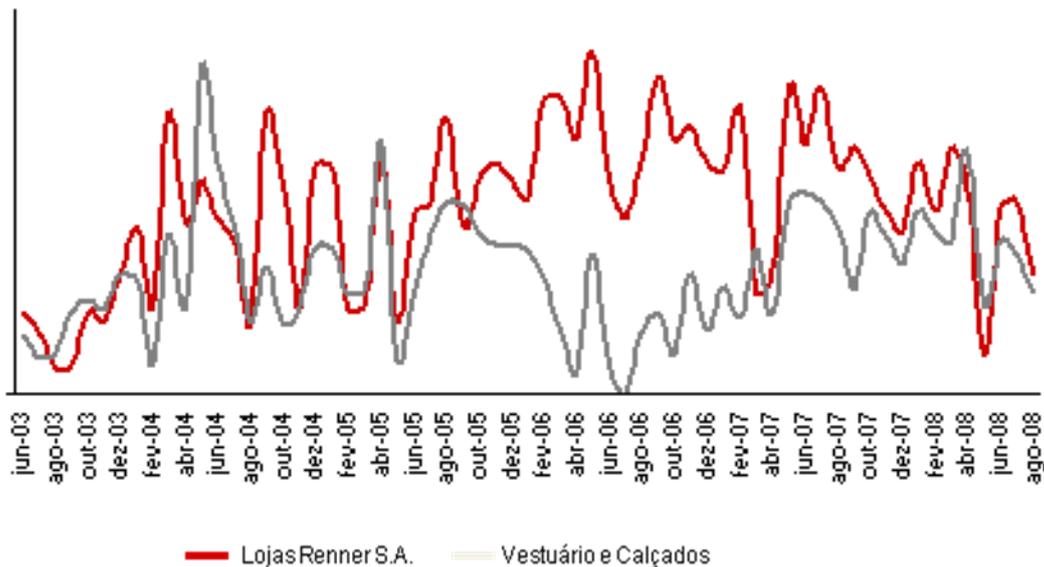


Figura 12 – Varejo x Renner

Fonte: Lojas Renner

3.3.2. Demográficas e Sociais

A população brasileira tem apresentado um crescimento significativo nas últimas décadas, fator que se relaciona diretamente com o volume do consumo no Brasil. Conforme dados do IBGE podemos observar um crescimento populacional de 119 milhões de habitantes em 1980 para 187 milhões em 2007, o que corresponde a um crescimento total de 57% ou uma média anual de 1,6%.

Este crescimento, que deve perdurar nos próximos anos, traz um aumento de consumo direto em artigos de primeira e segunda necessidade, como, por exemplo, alimentação e vestuário. Segundo reportagem da revista Exame, o Brasil, nas últimas décadas, apresentou fortes melhorias em termos de igualdade social. A proporção de brasileiros vivendo na pobreza caiu de 48% em 1990 para 33% em 2006. A desigualdade no país está diminuindo de maneira consistente, ao contrário do que acontece em outros países emergentes, como China e Índia, e tende a continuar apresentando melhoras.

Uma recente pesquisa do Centro de Estudos Sociais, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), estima que a nova classe média brasileira é composta por 93 milhões de

peças ou 50% dos brasileiros. Somando a classe A e B, o Brasil passou a contar com 120 milhões de consumidores, um dos maiores mercados do mundo.

A classe C é a que apresenta maior crescimento atualmente no Brasil, passando a representar um volume de consumo cada vez mais expressivo, conforme pode ser observado no gráfico abaixo, que mostra a evolução das classes sociais no Brasil do ano de 2006 para 2008. A evolução do consumo e o aumento do poder aquisitivo dos brasileiros beneficiam o varejo como um todo e trazem oportunidades a novos negócios e também à consolidação de marcas já conhecidas.

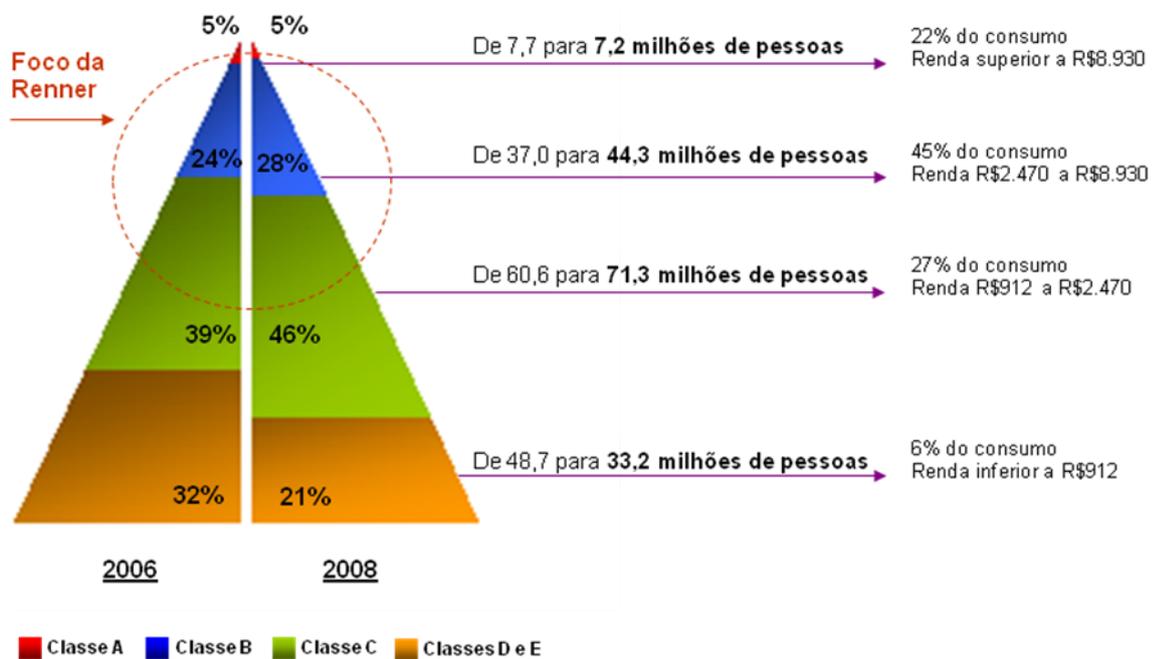


Figura 13 – Distribuição de classes sociais no Brasil

Fonte: Lojas Renner

Porém, diante do atual cenário de crise, as ações de empresas de varejo negociadas em bolsa de valores, representam riscos aos investidores, principalmente relacionados à desaceleração na oferta de crédito, desvalorização do real frente ao dólar e à menor disposição do consumidor em gastar diante de um cenário de crise e incertezas quanto ao futuro. Nos últimos meses, entretanto, as ações de varejo atingiram níveis similares aos que se encontravam há dois anos atrás em termos de valor, mostrando um impacto que pode ter sido mais intenso do que a real expectativa futura destas companhias pode refletir. Por possuírem um *ticket* médio (valor médio de compra na loja) mais alto, os varejistas mais afetados, serão, provavelmente, os vendedores de

eletrônicos, eletrodomésticos, entre outros artigos de *ticket* maior, enquanto que os varejistas de vestuário devem sentir uma menor desaceleração de vendas, pois os artigos vendidos possuem uma prestação menor.

3.3.3. Macroeconômicas

Como fatores macroeconômicos que influenciam as perspectivas de crescimento da economia estão: Inflação, PIB, taxa de juros e variação cambial. A inflação, apesar de estar apresentando neste ano algumas altas, especialmente no setor de alimentos, tende a se estabilizar numa faixa entre 4% e 6% nos próximos quatro anos. O consumo das famílias continua apresentando crescimento para o mesmo período, apesar de mais modestos que os realizados em 2006 e 2007.

Até o início do ano de 2008, pudemos observar melhoras expressivas nas condições econômicas do Brasil, como citado anteriormente. Porém, diante do cenário de agravamento da crise nos últimos meses, que se iniciou nos EUA afetando rapidamente a economia em escala global, muitas das previsões feitas por economistas e analistas de mercado foram revistas para baixo.

Dentro das expectativas macroeconômicas nas quais iremos basear as projeções deste trabalho incorporamos as recentes expectativas de crescimento sinalizadas para o ano de 2008 e para os próximos anos, já revistas, devido aos efeitos e proporções tomados pela crise global que enfrentamos atualmente. Estamos em um momento de transição, onde é difícil estimar qual o tamanho dos impactos que o Brasil irá sofrer. Portanto, para a construção do cenário econômico esperado, que será desenvolvido neste capítulo, a linha seguida será a do conservadorismo, ou seja, manteremos uma margem de segurança nos indicadores apresentados, não utilizando expectativas muito otimistas de economistas e analistas de instituições financeiras.

Um dos mais importantes indicadores econômicos do país é o Produto Interno Bruto (PIB), que neste segundo trimestre de 2008 cresceu acima das expectativas de mercado, ou seja, 6,1% em relação ao mesmo período de 2007. Este foi o 26º aumento consecutivo do PIB, confirmando o mais longo ciclo de crescimento da série trimestral, medido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 1991. Abaixo, apresentamos o gráfico com o crescimento anual do PIB desde 1999 e expectativa para 2008 a 2012.

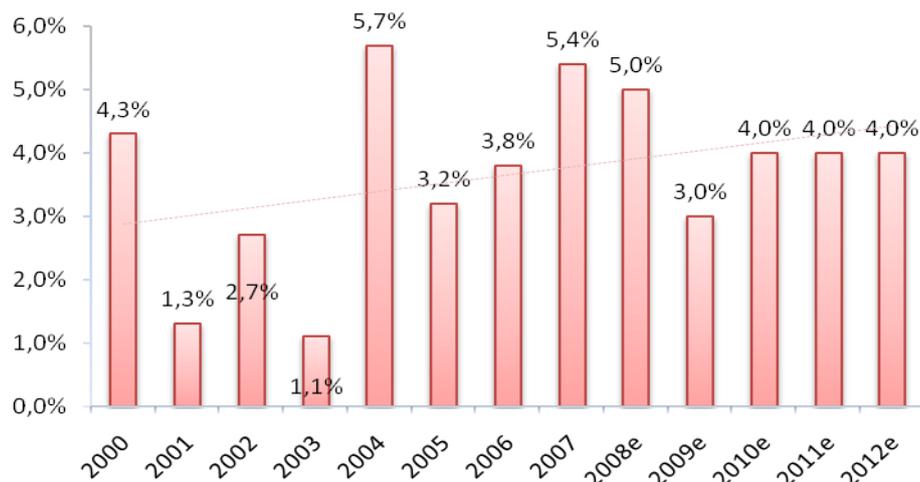


Figura 14 – Evolução e projeção do PIB

Fonte: Tendências, FOCUS, UBS, Unibanco

A política econômica brasileira possui hoje, como meta, garantir a estabilidade dos preços. Diante deste compromisso as taxas de juros do país continuam altas para garantir a inflação sob controle. Através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) podemos observar o comportamento da inflação nos últimos anos, e, através da pesquisa FOCUS do Banco Central, estimamos a tendência de evolução da inflação para os anos seguintes.

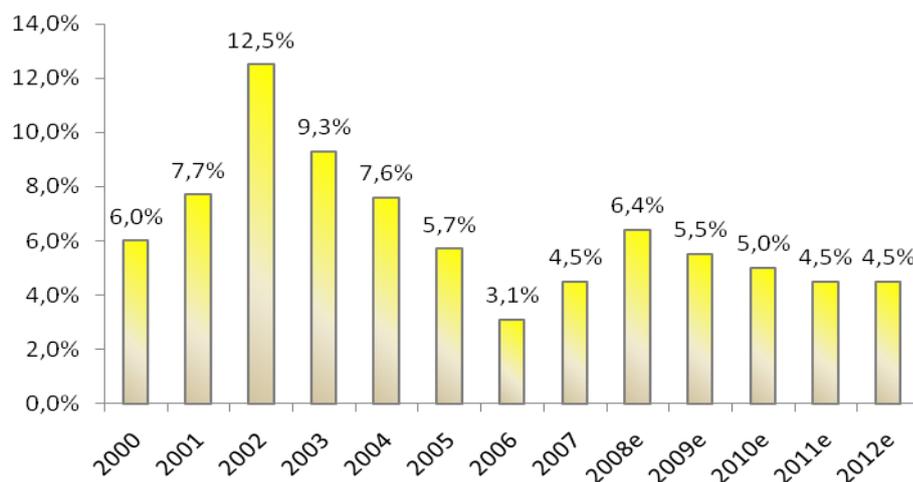


Figura 15 – Evolução e projeção IPCA

Fonte: FOCUS, Unibanco

A taxa de juros do país é medida pela taxa Selic, definida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM). Ela tem vital importância na economia, pois as taxas de juros

cobradas pelo mercado são balizadas pela mesma, afetando o volume de crédito disponível no mercado de capitais. Atualmente (out/2008) esta taxa é de 13,75%, tendo sido mantida estável na última reunião do COPOM. Esta taxa também afeta o custo de *funding* ou financiamento cobrado pelos bancos, das empresas que necessitam de recursos para sustentar suas operações financeiras, como a cobrança de juros dos clientes e oferta de outros serviços financeiros. Na figura 16 apresentamos sua evolução e tendência para os próximos anos.

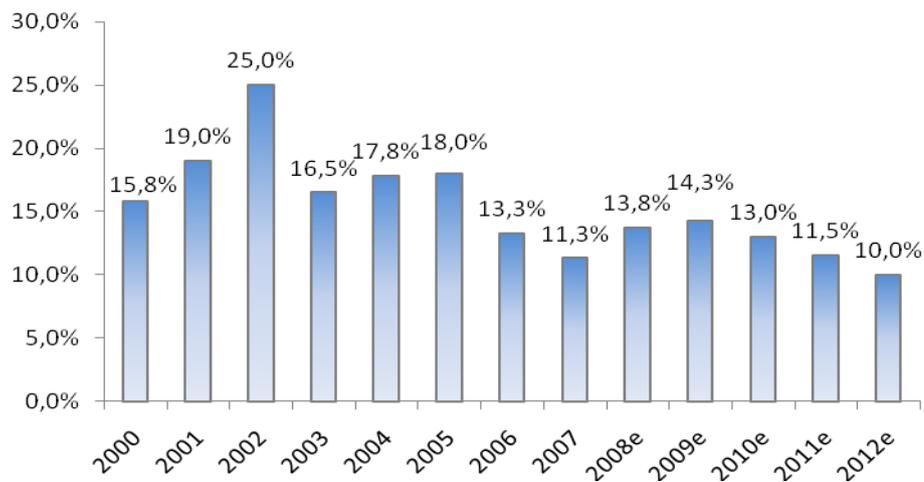


Figura 16 – Evolução projeção da Selic

Fonte: Tendências, Santander, FOCUS

O risco-país é um conceito econômico-financeiro que mede a confiança de investidores globais em países emergentes. Diz respeito à possibilidade de que mudanças no ambiente de negócios de um determinado país impactem negativamente o valor dos ativos de indivíduos ou empresas estrangeiras naquele país e os lucros ou dividendos que esperam obter dos investimentos nele realizados. O risco-país é calculado por agências de classificação de risco e bancos de investimentos. O banco de investimentos americano J.P. Morgan, foi o primeiro a fazer essa classificação.

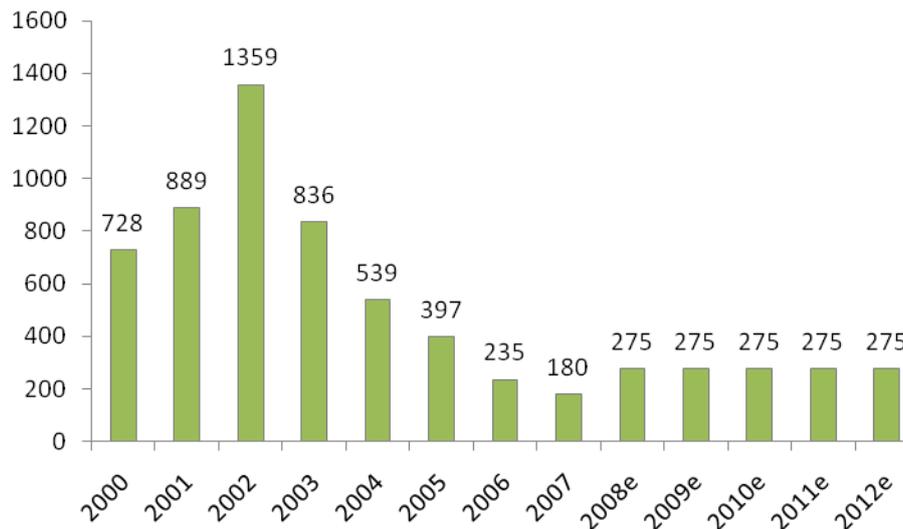


Figura 17 – Evolução e projeção do risco-país

Fonte: Tendências, estimativas próprias

Dependendo do volume e do tipo de exposição à variação cambial que possui determinada empresa ela pode se beneficiar ou ser prejudicada pela mesma. Diante da instabilidade dos últimos meses houve uma brusca mudança de expectativa em relação à valorização do Real diante da moeda americana.

3.4. Projeções do Fluxo de Caixa

Considerando a crise econômica global que vem dando sinais nos últimos meses e a incerteza em relação ao futuro da economia e do consumo mundial que estamos vivenciando, as projeções neste trabalho irão seguir uma linha conservadora.

Em primeiro lugar precisamos estabelecer o período que consideramos como o de crescimento extraordinário, ou seja, o período de crescimento relevante que iremos projetar antes de introduzirmos um crescimento que se dará pela taxa de perpetuidade, ou valor contínuo. Para esta estimativa foram observados os seguintes pontos: magnitude e sustentabilidade de vantagens competitivas, qualidade e capacidade de inovação da administração, taxa de crescimento vigente (tanto da Companhia como de seus pares no mercado), potencial de mercado e também o fator de incerteza inserido pela crise atual. Considerando, principalmente, o cenário de instabilidade e de revisão

de expectativas atual, foi determinado um horizonte de 6 anos de projeção, de 2009 a 2014.

Com base na observação do histórico da Companhia, foi constatado que seu CAGR (Compound Annual Growth Rate – Taxa Composta de Crescimento Anual) de Receita Líquida de 1995 a 2007 cresceu a uma taxa de 22,8% ao ano, devido principalmente à consolidação da marca e ao forte crescimento de área como percentual da base já existente. Para as projeções de Receita Líquida da Companhia foi levado em consideração o crescimento de área, perspectivas macroeconômicas apresentadas anteriormente e maturação de lojas. Assumindo que uma loja leva em torno de cinco a seis anos para maturar, ou seja, chegar ao mesmo nível de produtividade das lojas consideradas maduras, assumimos que no 1º ano de operação uma loja possui em torno de 40% de produtividade, no 2º ano, 50%, no 3º ano, 65%, no 4º ano, 75%, no 5º ano 85%, atingindo 100 % de produtividade no 6º ano de operação.



Figura 18 – Curva de Maturação

Fonte: Dados Renner e estimativas próprias

Conforme os anos vão passando, a metragem das novas lojas passa a representar uma parte cada vez menor sobre o volume total de área de lojas já existentes. O crescimento anual de área projetado parte de um percentual mais agressivo no ano de 2006, quando a Companhia passou a abrir um número relevante de novas lojas, e vai sendo amenizado ao longo do tempo, quando a base de lojas maduras passa a ser mais representativa na área total, conforme tabela 1 a seguir.

O número de lojas abertas anualmente utilizado na projeção refere-se à base da faixa entre 12 e 15 lojas sinalizada pela Lojas Renner para os próximos seis anos. A área de vendas média da empresa atualmente se situa em torno de 2,1 mil metros

quadrados por loja e tende a se reduzir conforme novas lojas são abertas em *shoppings* já existentes e que oferecem um espaço um pouco menor que o usualmente definido pela Companhia. Este fato, porém, não afeta o nível de produtividade média da empresa. Segundo a Lojas Renner, não existe diferença de receita líquida por metro quadrado significativa entre lojas de maior e menor área de vendas.

Lojas em maturação - inauguradas nos últimos 6 anos e projetadas até 2014

| Total Lojas Maturando | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | |
|------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2003 | 4 | 4 | | | | | | | | | | | |
| 2004 | 8 | 4 | 4 | | | | | | | | | | |
| 2005 | 12 | 4 | 4 | 4 | | | | | | | | | |
| 2006 | 27 | 4 | 4 | 4 | 15 | | | | | | | | |
| 2007 | 41 | 4 | 4 | 4 | 15 | 14 | | | | | | | |
| 2008 | 52 | | 4 | 4 | 15 | 14 | 15 | | | | | | |
| 2009 | 60 | | | 4 | 15 | 14 | 15 | 12 | | | | | |
| 2010 | 69 | | | | 15 | 14 | 15 | 12 | 13 | | | | |
| 2011 | 66 | | | | | 14 | 15 | 12 | 13 | 12 | | | |
| 2012 | 64 | | | | | | 15 | 12 | 13 | 12 | 12 | | |
| 2013 | 61 | | | | | | | 12 | 13 | 12 | 12 | 12 | |
| 2014 | 59 | | | | | | | | 13 | 12 | 12 | 10 | |
| Total de Lojas | | 58 | 62 | 66 | 81 | 95 | 110 | 122 | 135 | 147 | 159 | 171 | 181 |
| % Novas Lojas /Total | | 6,9% | 6,5% | 6,1% | 18,5% | 14,7% | 13,6% | 9,8% | 9,6% | 8,2% | 7,5% | 7,0% | 5,5% |
| Total de área de venda | | 133,0 | 141,0 | 150,7 | 178,0 | 203,5 | 232,0 | 254,8 | 279,5 | 302,3 | 324,8 | 335,0 | 343,9 |

Tabela 1 – Novas lojas

Fonte: Dados Renner e estimativas próprias

A partir desta tabela, foi calculado o crescimento de área anual. As vendas em mesmas lojas (*Same Store Sales - SSS*), é uma medida que compara o desempenho de vendas de um mesmo grupo de lojas de um ano para o outro, e que, geralmente, abrange unidades a partir de seu 13º mês de operação, é um dos indicadores mais observados e esperados pelo mercado para indicar desempenho operacional. Este indicador geralmente é maior em mercados emergentes, como o Brasil, do que em mercados maduros, como os Estados Unidos, por exemplo. Outro ponto importante na análise operacional é a produtividade das lojas, onde é medido quanto cada metro quadrado de área de vendas produz de Receita Líquida. As lojas consideradas maduras são aquelas que apresentam maior produtividade, e este indicador cresce anualmente, algo próximo ao percentual de inflação nacional.

O crescimento da Receita Líquida anual foi estimado somando o percentual de crescimento de vendas em mesmas lojas, baseado no crescimento da inflação, à 75% do crescimento de área, percentual de produtividade médio de uma loja em processo de maturação, pois as lojas recém abertas possuem menor produtividade que as lojas

maduras e também para compensar a parte das lojas em maturação que se encontram na base.

| Ano | Produtividade (RL / m ²) | Cresc. RL / m ² | Cresc. RL | Cresc. m ² | Total RL (MM) | Área de vendas (em mil m ²) | | Lojas Novas | SSS |
|-------|---|-------------------------------|--------------|-----------------------|------------------|--|------------------|----------------|-------|
| | | | | | | Média | Final do período | | |
| 2005 | R\$ 7.740 | 12,2% | 19,1% | 5,7% | R\$ 1.136 | 146,8 | 150,7 | 4 | 14,5% |
| 2006 | R\$ 8.862 | 14,5% | 26,4% | 18,1% | R\$ 1.436 | 162,1 | 178,0 | 15 | 16,7% |
| 2007 | R\$ 9.326 | 5,2% | 22,0% | 14,3% | R\$ 1.752 | 187,8 | 203,5 | 14 | 8,5% |
| 2008e | R\$ 9.219 | 3,9% | 15,1% | 13,5% | R\$ 2.017 | 218,8 | 232,0 | 15 | 5,0% |
| 2009e | R\$ 9.186 | -0,4% | 10,9% | 9,8% | R\$ 2.236 | 243,4 | 254,8 | 12 | 3,5% |
| 2010e | R\$ 9.396 | 2,3% | 12,3% | 9,7% | R\$ 2.510 | 267,2 | 279,5 | 13 | 5,0% |
| 2011e | R\$ 9.589 | 2,0% | 11,1% | 8,2% | R\$ 2.789 | 290,9 | 302,3 | 12 | 5,0% |
| 2012e | R\$ 9.837 | 2,6% | 10,6% | 7,4% | R\$ 3.084 | 313,6 | 324,8 | 12 | 5,0% |
| 2013e | R\$ 10.468 | 6,4% | 10,3% | 7,0% | R\$ 3.401 | 330,0 | 335,0 | 12 | 5,0% |
| 2014e | R\$ 11.102 | 6,0% | 9,1% | 5,5% | R\$ 3.713 | 339,5 | 343,9 | 10 | 5,0% |

Tabela 2 – Projeção de crescimento de vendas

Fonte: Dados Renner e estimativas próprias

Para a projeção de Margem Bruta, foi observado o ganho de margem que a Lojas Renner apresentou de 2006 para 2007. A Companhia foi a primeira empresa brasileira a utilizar o sistema Retek, desenvolvido pela Oracle, para gerir seus estoques por cor, tamanho e mix de produtos das lojas localizadas nos diversos climas que o país abrange. Este sistema garantiu uma maior agilidade no processo logístico que foi complementado por um sistema integrado ao setor de planejamento de compras. Esta maior uniformização dos sistemas garantiu uma gestão de estoques mais eficaz. Ajustando o sortimento de produtos encaminhados a cada loja, atendendo a demanda de cada localidade de acordo com as temperaturas, classes sociais e outras variáveis que impactam no consumo de determinados itens, a Companhia evita remarcações de preços e tem a possibilidade de elevar sua margem bruta. Este sistema possui uma curva de aprendizagem da qual a empresa poderá tirar proveito por um longo período conforme alimenta o banco de dados do programa. Também em 2007 a Lojas Renner, em parceria com a Bain & Company, trabalhou no aprimoramento da cadeia de suprimentos para aumentar a agilidade do processo.

Em 2008 o plano inicial da Companhia era aumentar o percentual de produtos importados que apresentavam margem bruta maior, porém com a disparada do dólar a

partir do mês de outubro o nível de importações para os próximos anos é incerto e dependerá da valorização do real diante da moeda americana.

Com base nestas informações foi estipulado um ganho gradual de margem bruta para a Renner nos próximos anos.

Na parte das Despesas com Vendas, a Companhia apresentou uma forte diluição desta linha em relação à Receita Líquida de 2006 para 2007, ano em que a Receita Líquida cresceu 22%, enquanto as despesas com vendas cresceram apenas 16%. Esta melhora deveu-se à maior contribuição com o crescimento de receita das lojas abertas em 2006 e 2007 e também ao processo de ganho de escala, que dilui os custos fixos gradativamente. Porém nos anos em que existe um grande número de lojas novas abrindo e o crescimento de Receita Líquida não compensa estes gastos, as despesas com vendas não conseguem se diluir e acabam representando um percentual maior da receita. Este é o caso do que está ocorrendo no atual ano de 2008, onde a inesperada crise acabou impactando o crescimento de vendas esperado pela Companhia, aumentando o percentual destas despesas. Para as Despesas Gerais e Administrativas o efeito é semelhante. No ano de 2009 esta piora deve manter-se em patamares próximos aos de 2008, porém a administração da Companhia irá prosseguir com o plano de expansão para que no longo prazo este investimento seja recompensado, voltando a diluir os custos da Lojas Renner.

Outros custos menores foram projetados como percentuais da Receita Líquida, quando devido, ou então com valores crescendo por inflação ou aumento percentual do PIB.

Os Produtos e Serviços Financeiros, oferecidos pela Companhia desde o final do ano de 2005, têm contribuído fortemente para o crescimento do EBITDA da Companhia. A participação do Cartão Renner nas vendas tem apresentado declínio desde que a Companhia iniciou seu processo de expansão, este efeito se dá pela abertura de lojas muitas vezes ocorrer em novas praças onde os clientes ainda não possuem o cartão, portanto este percentual deve ajustar-se a níveis em torno de 65-68% das vendas nos próximos 3-5 anos.

| DADOS OPERACIONAIS | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 9M08 |
|---|-------|---------|---------|---------|---------|
| Número de Lojas | 62 | 66 | 81 | 95 | 103 |
| Área de Vendas (mil m2) | 142,6 | 150,7 | 178,0 | 203,5 | 217,6 |
| Média de m ² por loja (mil m2) | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| Receita Líquida por m ² (R\$ mil) | 6.895 | 7.740 | 8.862 | 9.326 | 6.362 |
| Crescimento Todas Lojas (Rec. Líq %) | 15,8% | 19,1% | 26,4% | 22,0% | 16,8% |
| Crescimento Mesmas Lojas (Rec. Líq %) | 10,4% | 14,5% | 16,7% | 8,5% | 6,9% |
| Número de Cartões no final do período (mm) | 7,6 | 8,7 | 10,3 | 12,0 | 13,1 |
| Quantidade de cartões emitidos no período (mil) | 959,6 | 1.107,2 | 1.600,0 | 1.734,0 | 1.100,0 |
| Participação em Vendas (Cartão Renner) | 74,4% | 73,8% | 71,3% | 67,2% | 63,6% |
| Participação em Vendas (5 vezes) | ND | 71,5% | 57,7% | 52,9% | 48,7% |
| Participação em Vendas (8 vezes) | ND | 2,3% | 13,6% | 14,3% | 14,9% |
| Participação em Vendas (À Vista) | ND | 16,4% | 17,5% | 19,4% | 20,7% |
| Participação em Vendas (Cartões de Crédito) | ND | 9,8% | 11,2% | 13,4% | 15,7% |
| Ticket Médio | 88,19 | 97,70 | 103,84 | 107,12 | 109,51 |
| Número de colaboradores | 5.809 | 6.262 | 7.764 | 9.183 | 10.247 |

Tabela 3 – Dados Operacionais

Fonte: Lojas Renner

Segundo o diretor financeiro da Companhia, José Carlos Hruby, os produtos financeiros não deverão contribuir com um percentual muito superior a 21% do EBITDA da Lojas Renner, pois o negócio principal é o varejo de vestuário, sendo o braço financeiro da empresa apenas suporte para esta operação. Assim, para o futuro mantivemos o resultado dos produtos e serviços financeiros contribuindo no nível máximo aceitável para o EBITDA.

Depois da projeção do DRE foi calculado o Balanço Patrimonial, para que pudéssemos chegar à variação anual de capital de giro da Companhia, indicador que será fundamental para o cálculo de Fluxo de Caixa Livre.

Para esta projeção a linha “Contas a receber de clientes” cresceu conforme a Receita Líquida projetada no DRE. A linha de “estoques” cresceu de acordo com o custo das vendas e “Outras contas a receber” cresceu em linha com a inflação. No passivo, os “empréstimos e financiamentos” cresceram a partir do crescimento de “contas a receber de clientes”. Já a conta “fornecedores” cresceu no mesmo percentual que o custo das vendas do DRE. O Patrimônio Líquido da Companhia foi projetado crescendo o resultado do Lucro Líquido do ano anterior, descontando o percentual distribuído aos acionistas em forma de dividendos.

| DRE | 2005 | AH | 2006 | AH | 2007 | AH | 2008 | AH | 2009 | AH | 2010 | AH | 2011 | AH | 2012 | AH | 2013 | AH | 2014 | AH |
|---------------------------------------|------------------|-----------------|------------------|----------------|------------------|---------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|-------------|
| Receita Operacional Bruta | 1.537.873 | 19,3% | 1.942.945 | 26,3% | 2.368.163 | 21,9% | 2.725.955 | 15,1% | 3.023.084 | 10,9% | 3.394.923 | 12,3% | 3.771.760 | 11,1% | 4.171.567 | 10,6% | 4.601.238 | 10,3% | 5.019.951 | 9,1% |
| Deduções | (401.439) | 19,7% | (606.840) | 26,3% | (617.435) | 21,8% | (709.716) | 14,9% | (787.075) | 10,9% | (883.885) | 12,3% | (981.997) | 11,1% | (1.086.088) | 10,6% | (1.197.955) | 10,3% | (1.306.969) | 9,1% |
| Receita Líq. da Venda de Merc. | 1.136.434 | 19,1% | 1.436.105 | 26,4% | 1.751.728 | 22,0% | 2.016.239 | 15,1% | 2.236.009 | 10,9% | 2.511.038 | 12,3% | 2.789.763 | 11,1% | 3.085.478 | 10,6% | 3.403.282 | 10,3% | 3.712.981 | 9,1% |
| Custos das Vendas | (618.409) | 19,4% | (780.789) | 26,3% | (941.559) | 20,6% | (1.070.623) | 13,7% | (1.185.085) | 10,7% | (1.326.339) | 12,1% | (1.464.626) | 10,3% | (1.619.876) | 10,6% | (1.773.110) | 9,5% | (1.934.463) | 9,1% |
| Lucro bruto | 518.025 | 18,8% | 655.316 | 26,5% | 810.169 | 23,6% | 945.616 | 16,7% | 1.050.924 | 11,1% | 1.182.699 | 12,5% | 1.325.138 | 12,0% | 1.465.602 | 10,6% | 1.630.172 | 11,2% | 1.778.518 | 9,1% |
| Margem Bruta % | 45,6% | | 45,6% | | 46,2% | | 46,9% | | 47,0% | | 47,1% | | 47,5% | | 47,5% | | 47,9% | | 47,9% | |
| (Despesas) Outras receitas oper. | (412.361) | 18,0% | (505.378) | 22,6% | (524.169) | 3,7% | (631.083) | 20,4% | (704.343) | 11,6% | (775.911) | 10,2% | (853.658) | 10,0% | (934.900) | 9,5% | (1.034.598) | 10,7% | (1.125.043) | 8,7% |
| Vendas | (282.877) | 12,5% | (356.989) | 26,2% | (414.552) | 16,1% | (493.979) | 19,2% | (567.946) | 15,0% | (632.782) | 11,4% | (700.231) | 10,7% | (774.455) | 10,6% | (850.821) | 9,9% | (928.245) | 9,1% |
| Administrativas e Gerais | (65.435) | -0,8% | (142.503) | 1,4% | (169.918) | 19,2% | (197.591) | 16,3% | (219.129) | 10,9% | (236.549) | 8,9% | (256.658) | 7,6% | (280.779) | 9,4% | (306.295) | 9,1% | (330.455) | 7,9% |
| Resultado de Prod./ Serv. Financ. | 15.298 | 27,034 | 76,7% | 49.933 | 84,7% | 17,46% | 64.520 | 29,2% | 71.552 | 10,9% | 82.864 | 15,8% | 94.852 | 14,5% | 107.992 | 13,9% | 119.115 | 10,3% | 129.954 | 9,1% |
| % EBITDA | 10,77% | | 14,66% | | 17,46% | | 20,51% | | 20,65% | | 20,37% | | 20,12% | | 20,35% | | 20,00% | | 20,00% | |
| EBITDA | 105.664 | 14,93% | 149.938 | 14,1% | 286.000 | 26,0% | 314.533 | 13,6% | 346.581 | 10,9% | 406.788 | 12,3% | 471.470 | 7,1% | 530.702 | 10,6% | 595.574 | 10,3% | 653.485 | 9,1% |
| Depreciações e amortizações | (34.025) | 24,4% | (38.819) | 14,1% | (49.707) | 26,0% | (56.455) | 13,6% | (62.608) | 10,9% | (70.309) | 12,3% | (75.324) | 7,1% | (83.308) | 10,6% | (91.889) | 10,3% | (100.250) | 9,1% |
| EBIT | 20.586 | -1689,7% | (6.906) | -133,5% | (14.032) | 103,2% | (16.130) | 15,0% | (17.888) | 10,9% | (20.088) | 12,3% | (19.528) | -2,8% | (21.598) | 10,6% | (27.226) | 26,1% | (29.704) | 9,1% |
| Resultado Financeiro | 110.013 | 91,1% | 138.701 | 26,1% | 222.261 | 60,2% | 241.949 | 8,9% | 266.085 | 10,0% | 316.391 | 18,9% | 376.618 | 19,0% | 425.796 | 13,1% | 476.460 | 11,9% | 523.530 | 9,9% |
| Lucro operacional (CVM) | (593) | -78,1% | (5.031) | 748,4% | (3.976) | -21,0% | (4.032) | 1,4% | (4.472) | 10,9% | (7.533) | 88,5% | (6.369) | 11,1% | (9.256) | 10,6% | (10.210) | 10,3% | (11.139) | 9,1% |
| Resultado não operacional | 109.420 | 99,5% | 133.670 | 22,2% | 218.285 | 63,3% | 237.916 | 9,0% | 261.613 | 10,0% | 308.858 | 18,1% | 368.249 | 19,2% | 416.540 | 13,1% | 466.250 | 11,9% | 512.391 | 9,9% |
| Lucro antes do IR, contrib. social | (26.051) | 984,1% | (30.519) | 17,2% | (57.055) | 86,9% | (66.617) | 16,8% | (73.252) | 10,0% | (86.480) | 18,1% | (103.110) | 19,2% | (116.631) | 13,1% | (130.550) | 11,9% | (143.470) | 9,9% |
| IR e contribuição social | 80.291 | 53,1% | 98.822 | 23,1% | 155.862 | 57,7% | 165.251 | 6,0% | 181.653 | 9,9% | 212.333 | 16,9% | 256.770 | 20,9% | 290.652 | 13,2% | 325.490 | 12,0% | 357.783 | 9,9% |
| Lucro Líquido do exercício | 3.305 | | 0,813 | | 1,282 | | 1,359 | | 1,494 | | 1,746 | | 2,112 | | 2,390 | | 2,677 | | 2,942 | |
| Lucro líquido por ação - R\$ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ebitda | 142.015 | 32,1% | 184.426 | 29,9% | 286.000 | 55,1% | 314.533 | 10,0% | 346.581 | 10,2% | 406.788 | 17,4% | 471.470 | 15,9% | 530.702 | 12,6% | 595.574 | 12,2% | 653.485 | 9,7% |
| Margem EBITDA | 12,50% | | 12,84% | | 16,33% | | 15,60% | | 15,50% | | 16,20% | | 16,90% | | 17,20% | | 17,50% | | 17,60% | |

| BALANÇO PATRIMONIAL | 2005 | AH | 2006 | AH | 2007 | AH | 2008 | AH | 2009 | AH | 2010 | AH | 2011 | AH | 2012 | AH | 2013 | AH | 2014 | AH |
|---------------------------------------|------------------|---------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| Ativo Total | 1.029.627 | 38,7% | 1.200.396 | 16,6% | 1.381.408 | 15,1% | 1.595.766 | 15,5% | 1.817.976 | 13,9% | 2.087.609 | 14,8% | 2.410.102 | 15,4% | 2.775.994 | 15,2% | 3.261.793 | 17,5% | 3.832.607 | 17,5% |
| Ativo Circulante | 800.727 | 47,4% | 883.158 | 10,3% | 1.005.340 | 13,8% | 1.141.988 | 13,6% | 1.311.684 | 14,9% | 1.525.216 | 16,3% | 1.796.536 | 17,8% | 2.118.844 | 17,9% | 2.488.328 | 17,4% | 2.927.549 | 17,7% |
| Disponibilidades e Aplicações Fina | 276.529 | 18,3% | 287.203 | 71,8% | 296.432 | 81,1% | 314.447 | 6,1% | 398.610 | 26,8% | 506.828 | 26,9% | 670.861 | 32,6% | 878.536 | 31,0% | 1.127.369 | 28,3% | 1.446.527 | 28,3% |
| Contas a Receber de Clientes | 381.588 | 16,8% | 402.120 | 5,4% | 489.424 | 21,7% | 563.327 | 15,1% | 624.730 | 10,9% | 701.571 | 12,3% | 779.446 | 11,1% | 862.067 | 10,6% | 950.860 | 10,3% | 1.037.388 | 9,1% |
| Estoques | 92.254 | 29,1% | 117.533 | 27,4% | 150.594 | 28,1% | 191.879 | 27,4% | 212.393 | 10,7% | 238.068 | 12,1% | 262.493 | 10,3% | 290.318 | 10,6% | 317.780 | 9,5% | 346.698 | 9,1% |
| Outras Contas a Receber | 50.356 | | 76.302 | 45,9% | 68.890 | -47,4% | 72.335 | 5,0% | 75.951 | 5,0% | 79.749 | 5,0% | 83.736 | 5,0% | 87.923 | 5,0% | 92.319 | 5,0% | 96.935 | 5,0% |
| Realizável a Longo Prazo | 27.314 | -20,2% | 36.805 | 34,7% | 40.828 | 10,9% | 46.993 | 15,1% | 52.115 | 10,9% | 58.525 | 12,3% | 65.022 | 11,1% | 71.914 | 10,6% | 79.321 | 10,3% | 86.539 | 9,1% |
| Ativo Permanente | 201.586 | 22,3% | 280.433 | 39,1% | 335.240 | 19,5% | 406.785 | 21,3% | 454.177 | 11,7% | 503.868 | 10,9% | 548.544 | 8,9% | 585.236 | 6,7% | 623.348 | 6,5% | 653.097 | 4,8% |
| Passivo Total | 1.029.627 | 38,7% | 1.200.396 | 16,6% | 1.381.408 | 15,1% | 1.595.766 | 15,5% | 1.817.976 | 13,9% | 2.087.609 | 14,8% | 2.410.102 | 15,4% | 2.775.994 | 15,2% | 3.190.997 | 14,9% | 3.667.185 | 14,9% |
| Passivo Circulante | 492.836 | 42,6% | 627.633 | 27,4% | 754.543 | 20,2% | 809.300 | 7,3% | 890.670 | 10,1% | 994.953 | 11,7% | 1.116.269 | 12,2% | 1.254.272 | 12,4% | 1.408.672 | 12,3% | 1.594.588 | 13,2% |
| Empréstimos e Financiamentos | 63.181 | 8,4% | 93.365 | 47,8% | 121.559 | 30,2% | 137.900 | 13,4% | 152.931 | 10,9% | 171.742 | 12,3% | 190.805 | 11,1% | 211.030 | 10,6% | 232.766 | 10,3% | 253.948 | 9,1% |
| Fornecedores | 218.955 | 30,4% | 220.272 | 0,6% | 260.050 | 18,1% | 295.000 | 13,4% | 326.539 | 10,7% | 366.011 | 12,1% | 403.564 | 10,3% | 446.342 | 10,6% | 488.584 | 9,5% | 533.023 | 9,1% |
| Obrigações | 210.700 | 69,5% | 313.996 | 35,8% | 372.934 | -4,3% | 376.400 | 0,9% | 411.200 | 9,2% | 457.200 | 11,2% | 521.900 | 14,2% | 596.900 | 14,4% | 687.342 | 15,2% | 807.627 | 17,5% |
| Passivo Exigível a Longo Prazo | 19.212 | -92,3% | 28.797 | 49,9% | 49.937 | 52,6% | 78.600 | 81,2% | 84.200 | 5,8% | 90.300 | 7,2% | 98.900 | 9,5% | 108.800 | 10,0% | 125.285 | 15,2% | 147.210 | 17,5% |
| Patrimônio Líquido | 517.579 | 248,9% | 543.966 | 5,1% | 582.928 | 7,2% | 708.866 | 21,3% | 843.106 | 19,3% | 1.002.356 | 18,9% | 1.194.934 | 19,2% | 1.412.923 | 18,2% | 1.657.040 | 17,3% | 1.925.377 | 16,2% |

Tabela 4 – DRE e Balanço Patrimonial Projetados

Fonte: Estimativas próprias

O Fluxo de Caixa Livre foi estimado para os anos de 2008 a 2014. Partindo do EBIT, retiramos o valor dos investimentos (Capex), somamos a variação do Capital de Giro (positiva ou negativa) e abatemos os impostos (34%).

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 258.079 | 283.973 | 336.479 | 396.146 | 447.394 | 503.686 | 553.234 |
| Depreciação | 56.455 | 62.608 | 70.309 | 75.324 | 83.308 | 91.889 | 100.250 |
| (-) CAPEX | (128.000) | (110.000) | (120.000) | (120.000) | (120.000) | (130.000) | (130.000) |
| (-/+) Δ CG | (80.217) | (19.195) | (20.841) | (4.035) | 3.145 | 12.012 | 44.682 |
| (-) Impostos (34%) | (87.747) | (96.551) | (114.403) | (134.690) | (152.114) | (171.253) | (188.100) |
| Fluxo de Caixa Livre (FCFF) | 18.570 | 120.836 | 151.544 | 212.745 | 261.734 | 306.333 | 380.067 |

Tabela 5 – Fluxo de caixa livre

Fonte: Estimativas próprias

3.5. WACC

A Lojas Renner não possui um grau de alavancagem significativo, sendo sua dívida líquida o montante referente à carteira em atraso do recebível da Companhia. Segundo regra do Banco Central apenas instituições financeiras podem cobrar juros acima de 1% a.m. dos clientes, por esta razão a operação de cobrança de juros de clientes de 9,9% a.m. para as parcelas em atraso precisa ser realizada como suporte de um banco. No caso da Renner esta parceria atualmente é feita com o banco Santander.

Na composição da estrutura de capital da Companhia, em torno de um terço do capital é de terceiros e os dois terços restantes do capital são próprios.

Para o cálculo do custo do capital próprio, foi efetuada a conta do CAPM (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros). O prêmio pago ao ativo livre de risco foi baseado em títulos do tesouro americano para 10 anos, que hoje se encontram em torno de 4,5-5%. O prêmio por risco foi calculado como sendo a média do retorno de rendimento dos últimos 10 anos do índice Standard and Poors (11,8%) menos o percentual livre de risco (5%), totalizando 6,8%. Para o risco-brasil foi utilizado o percentual de 2,75%.

| Ano | Pontos | Varição S&P |
|--------------|---------|---------------|
| 1997 | 970,43 | 26,42% |
| 1998 | 1229,93 | 26,67% |
| 1999 | 1469,25 | 19,53% |
| 2000 | 1320,28 | -10,14% |
| 2001 | 1161,02 | -12,06% |
| 2002 | 879,82 | 23,37% |
| 2003 | 1111,92 | 26,38% |
| 2004 | 1211,92 | 8,99% |
| 2005 | 1248,29 | 3,00% |
| 2006 | 1418,30 | 13,62% |
| 2007 | 1468,36 | 3,53% |
| Média | | 11,76% |

Tabela 6 – Média de variação S&P

Fonte: Bloomberg

| | |
|---------------|----------|
| CAPM | 12,69% |
| Risk-free | 5,0% |
| Risco Mercado | 11,76% |
| Prêmio risco | 6,76% |
| β | 1,1 |
| risco-país | 2,75% |
| Custo div. | 130% CDI |
| CP | 67% |
| CT | 33% |
| Perpetuidade | 3,50% |
| WACC | 11,26% |

Tabela 7 – WACC

Fonte: Estimativas próprias

O beta da Companhia, medida do risco do ativo em relação a uma carteira padrão, representada pelo Ibovespa (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo), foi obtido através do site da Bloomberg. O custo da dívida foi calculado utilizando 130% do CDI, custo médio das dívidas da empresa, que resulta em 17,87%.

Ponderando o custo do capital próprio e de terceiros chegamos em um WACC de 11,23% e um WACC nominal de 15,0%.

3.6. Valor Presente

Os valores do Fluxo de Caixa Livre entre 2009 e 2014 devem ser trazidos a valor presente pela taxa WACC. No período posterior a este será aplicada a taxa de perpetuidade (g). Trazendo este fluxo de caixa a valor presente chegamos a um montante total de R\$ 2.868.413. A este valor, que é o Patrimônio Líquido da empresa a valor presente, somamos o caixa estimado para o final de 2008, momento zero, e também os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo da Companhia neste mesmo momento. Chegamos então ao valor da empresa que é estimado em R\$ 2.965.360. Se dividirmos este valor pelo número atual de ações da Companhia 121.596.315, chegaremos a um valor de R\$ 24,39 por ação.

| Ano | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Perpetuidade |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
| Período | 1,00 | 2,00 | 3,00 | 4,00 | 5,00 | 6,00 | 7,00 |
| FCFF (R\$ mil) | 120.836 | 151.544 | 212.745 | 261.734 | 306.333 | 380.067 | 3.655.848 |
| WACC | 11,23% | 11,23% | 11,23% | 11,23% | 11,23% | 11,23% | 11,23% |
| VP (R\$ mil) | 108.641 | 122.499 | 154.614 | 171.020 | 179.961 | 200.743 | 1.930.936 |
| Total VPE | | | | | | | 2.868.413 |
| (+) Caixa | | | | | | | 314.447 |
| (-) Dívida | | | | | | | 217.500 |
| EV (R\$ mil) | | | | | | | 2.965.360 |
| Nº de ações | | | | | | | 121.596.315 |
| Valor por ação | | | | | | | R\$ 24,39 |

Tabela 8 – Preço-alvo

Fonte: Estimativas próprias

3.7. Análise de Consenso

Segundo o consenso de mercado de 13 de novembro de 2008, que inclui apenas as oito casas que revisaram seus números nos últimos dois meses, o preço alvo para as ações da Renner deveria ser de R\$28,59 para 2009. Os preços calculados por estas instituições para LREN3 estão em uma faixa entre R\$ 21,00 e R\$ 40,00.

O preço-alvo de R\$ 24,39, estimado neste trabalho, se encontra dentro desta faixa de valores e reflete um potencial de valorização de 75%, se comparado ao preço de fechamento das ações da Renner (LREN3) no mercado em 14 de novembro a R\$ 13,91.

| CONSENSO DE MERCADO | 2008E | 2009E |
|--------------------------|---------|--------------|
| Receita Líquida (R\$ mm) | 2.105,0 | 2.379,1 |
| EBITDA (R\$ mm) | 332,6 | 384,3 |
| Margem EBITDA (%) | 15,8 | 16,2 |
| Lucro Líquido (R\$ mm) | 180,3 | 206,8 |
| EPS | 1,5 | 1,7 |
| P/E | 12,4 | 11,7 |
| EV/EBITDA | 6,3 | 5,8 |
| SSS | 6,8% | 4,2% |
| Consenso Preço Alvo | | 28,59 |
| UPSIDE SOBRE R\$ 14,00 | | 104% |

Tabela 9 – Consenso de mercado

Fonte: Relatórios HSBC, Deutsche, Credit-Suisse, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Citi Group, Unibanco, UBS.

3.7. Análise de Múltiplos de Mercado

Abaixo a tabela de múltiplos comparativos de empresas de varejo do Unibanco, comparando os índices de P/E e EV/ EBITDA. Nesta tabela figuram empresas de varejo do ramo de bebidas, de produtos variados, de cosméticos, perfumaria e maquiagem, drogaria, comércio *on-line*, supermercados, tabaco e varejo de vestuário.

October 31, 2008

| Company | Recomm. | Target Price | Current Price | Upside | Market Cap | EV/EBITDA | | | P/E | | FCF Yield | | |
|-----------------|------------|--------------|---------------|--------|------------|-----------|-----------|-------|-------|-----|-----------|-------|-------|
| | | | | | | 2008E | To Growth | 2009E | 2008E | PEG | 2009E | 2008E | 2009E |
| <i>Consumer</i> | | | | | | | | | | | | | |
| AmBev | Buy | 158.7 | 91.7 | 73% | 56,242 | 6.9 | 0.7 | 6.4 | 11.4 | 0.9 | 10.3 | 9.6% | 9.9% |
| LAME | Buy | 11.5 | 5.4 | 113% | 4,080 | 6.5 | 0.2 | 6.1 | 35.8 | 0.3 | 21.9 | 8.3% | 6.6% |
| B2W | Buy | 57.5 | 25.7 | 123% | 2,919 | 9.1 | 0.3 | 8.4 | 25.4 | 0.3 | 20.8 | 6.7% | 12.4% |
| CBD | Buy | 46.8 | 29.0 | 61% | 6,949 | 6.3 | 0.3 | 5.0 | 14.0 | 0.3 | 9.5 | 3.1% | 2.3% |
| Renner | Buy | 35.2 | 19.3 | 83% | 2,344 | 6.9 | 0.4 | 6.3 | 13.2 | 0.9 | 12.3 | 4.0% | 6.7% |
| Guararapes | Hold | 38.2 | 18.5 | 106% | 1,156 | 3.2 | 0.6 | 3.5 | 5.1 | 1.1 | 5.5 | 5.1% | 0.2% |
| Natura | Hold Fully | 22.9 | 16.8 | 36% | 7,208 | 8.7 | 0.7 | 7.9 | 13.1 | 0.9 | 11.9 | 7.9% | 7.5% |
| Souza Cruz | Valued | 40.8 | 38.9 | 5% | 11,904 | 7.6 | 0.9 | 6.9 | 11.6 | 1.3 | 10.5 | 6.5% | 7.5% |
| Drogasil | Buy | 17.6 | 9.9 | 77% | 621 | 6.4 | 0.2 | 5.2 | 11.3 | 0.6 | 9.6 | -2.0% | 4.5% |

Tabela 10 – Múltiplos do varejo brasileiro

Fonte: Unibanco

Comparando estes diferentes ramos do varejo, representados por grandes marcas, notamos que, pelos múltiplos, o ativo que retornaria em fluxo de caixa o investimento feito pelo acionista (EV/EBITDA) mais rapidamente, no ano de 2008, seria a Guararapes, controladora da cadeia de lojas Riachuelo, em seguida encontra-se o Grupo Pão de Açúcar (CBD) e em terceiro lugar a Drogasil. O pior desempenho no múltiplo EV/EBITDA foi apresentado pela companhia de vendas pela Internet, B2W, levando em torno de 9 anos para seu fluxo de caixa compensar o investimento. A média dos varejistas analisados, para este múltiplo ficou em 6,8, próximo do valor estimado para a Lojas Renner, 6,9.

Analisando o múltiplo Preço / Lucro (P/E) notamos que, para os anos de 2008 e 2009, o melhor desempenho também é da Guararapes, com uma larga vantagem em relação aos outros varejistas. O pior retorno neste múltiplo, nos dois anos analisados, é da Lojas Americanas.

Porém, apesar de apresentar os melhores múltiplos, e um *upside* (potencial de valorização) de 106% a recomendação do Unibanco para a Guararapes é de “*Hold*”, ou seja, de manutenção. Já a Lojas Renner, com múltiplos medianos e um *upside* de 82% apresenta uma recomendação de “*Buy*”, ou seja, de compra. Esta diferença nos mostra

que não podemos basear nossas análises de investimentos apenas nos múltiplos, é preciso analisar o contexto em que cada varejista se encontra.

Apresentamos agora uma tabela de comparação apenas com os principais varejistas de vestuário de todo o mundo. Os Mercados Emergentes, em comparação com os Mercados Desenvolvidos, como Europa e Ásia, apresentam um retorno mais eficiente tanto de EV/EBITDA como de Preço / Lucro. Dentre dos varejistas brasileiros, Guararapes, Renner e Marisa, a Lojas Renner aparece como o *player* mais caro nos três anos analisados, tanto no múltiplo de EV/EBITDA como no de Preço / Lucro.

Table 11: Apparel Retailers Multiples

| 17-Oct-08 | Market | EV / EBITDA | | | P / E | | |
|---|-----------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | Cap (US\$m) | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E |
| Esprit | \$6,839 | 14.2 | 4.7 | 3.9 | 19.7 | 7.3 | 6.2 |
| Foschini Ltd | \$719 | 6.1 | 4.2 | 3.8 | 9.8 | 7.0 | 7.3 |
| Giordano | \$279 | 3.4 | 2.8 | 1.8 | 6.7 | 5.5 | 5.1 |
| Guararapes Confeccoes | \$633 | 4.5 | 4.0 | 3.4 | 8.2 | 7.2 | 6.1 |
| Lojas Renner | \$1,068 | 5.9 | 4.5 | 3.6 | 11.6 | 9.8 | 8.9 |
| Marisa SA | \$287 | 3.5 | 3.6 | 3.3 | 8.4 | 9.2 | 7.7 |
| Ports Design | \$811 | 9.5 | 6.9 | 5.0 | 12.1 | 8.8 | 6.6 |
| Texwinca | \$696 | 6.0 | 3.5 | 3.0 | 8.9 | 5.3 | 4.9 |
| Truworhts International Ltd | \$1,160 | 6.3 | 5.4 | 4.6 | 9.9 | 8.9 | 7.7 |
| Emerging Markets | \$1,388 | 6.6 | 4.4 | 3.6 | 10.6 | 7.7 | 6.7 |
| H & M | \$30,842 | 9.4 | 8.8 | 7.9 | 15.1 | 14.3 | 13.0 |
| Inditex SA | \$23,202 | 12.8 | 7.0 | 6.3 | 22.4 | 13.0 | 12.0 |
| Marks & Spencer | \$6,127 | 9.1 | 6.0 | 6.3 | 13.3 | 7.2 | 8.6 |
| Next | \$3,034 | 8.2 | 4.1 | 4.3 | 11.7 | 5.2 | 5.5 |
| Developed Markets - Europe | \$15,801 | 9.9 | 6.5 | 6.2 | 15.6 | 9.9 | 9.8 |
| Fast Retailing | \$9,221 | 8.2 | 7.3 | 6.3 | 20.1 | 17.6 | 15.8 |
| Point | \$1,264 | 10.2 | 7.1 | 6.4 | 19.9 | 14.3 | 13.2 |
| Shimamura | \$2,592 | 10.0 | 6.2 | 5.8 | 20.8 | 13.4 | 13.0 |
| Developed Markets - Asia/Pacific | \$4,359 | 9.5 | 6.9 | 6.2 | 20.3 | 15.1 | 14.0 |
| Global | \$5,548 | 8.0 | 5.4 | 4.7 | 13.7 | 9.6 | 8.9 |

(*) Multiples above are based on Friday's close prices.

Source: UBS Pactual

Tabela 11 – Múltiplos varejo de vestuário mundial

Fonte: UBS Pactual, 20 de outubro de 2008

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de análise fundamentalista de uma empresa exige do analista atenção a uma série de informações. Conforme descrito ao longo deste trabalho é preciso partir de uma visão geral de ambiente macroeconômico e social, global e local, para então focar em um segmento específico, em uma determinada empresa e dentro dela em determinados aspectos considerados importantes para o cálculo de seu valor.

Fazendo este caminho, o analista forma uma opinião sobre a Companhia, sobre seus gestores e a maneira como conduzem o negócio, sobre a estrutura da empresa, seus concorrentes, seu posicionamento de mercado, seu desempenho financeiro e capacidade de gerar lucro, entre tantos outros detalhes observados ao longo do processo de coleta de informações.

A coleta de dados é parte essencial do trabalho do analista que deve fazer uma pesquisa aprofundada tanto de histórico como também das perspectivas da Companhia. Dentro deste contexto, o desenvolvimento deste trabalho trouxe uma visão mais completa da Lojas Renner e permitiu, ao mesmo tempo, agregar conhecimentos macroeconômicos. Porém é necessário, além de capacidade analítica para lidar com os números e informações, uma sensibilidade para captar os diferenciais dentro de um negócio. Buscar a visão dos clientes, por exemplo, conversar com pessoas que freqüentam a loja e buscar entender porque elas compram naquele local e não na concorrência, e mais, buscar saber o porquê daqueles que preferem a concorrência não comprarem na Renner. Ter o hábito de estar mais presente no dia-a-dia da operação que está sendo analisada, quando possível. No caso do varejo é muito mais fácil observar como anda o negócio, pois podemos visitar suas lojas e perceber como funciona sua operação.

Para as projeções de vendas e números da Companhia, é importante ouvir os administradores, entender suas expectativas e seus planos. Porém o analista deve desenvolver seu próprio método para ligar aquilo que é dito pelos dirigentes da Companhia a um cenário geral, tendo em vista o ambiente macroeconômico e a viabilidade de execução dos planos da empresa. O analista deve sentir-se confortável com suas projeções e seus números devem refletir perspectivas reais e estarem devidamente fundamentados.

O preço-alvo final calculado neste trabalho para a Lojas Renner mostrou-se dentro da faixa sinalizada pelo mercado, o que demonstra uma sintonia entre os critérios aqui utilizados e os que embasaram os analistas de mercado. Demonstra também que as informações estão chegando a todos, dentro do possível, de maneira uniforme, sem grandes distorções.

O objetivo geral deste trabalho, que era conduzir uma análise fundamentalista que determinasse um preço-alvo para a empresa, foi alcançado. Os objetivos específicos faziam parte do caminho percorrido para alcançar o objetivo geral, tendo estes também sido cumpridos. O preço-alvo determinado mostrou um alto potencial de valorização das ações da Lojas Renner no mercado, assim como a análise de múltiplos sinalizou que, apesar dos índices apontados para a Companhia, a opinião final de uma instituição financeira na hora de fornecer uma indicação a seus clientes de compra, venda ou manutenção de um ativo, abrange um contexto maior.

É importante fazer uma ressalva quanto ao posicionamento da autora do presente trabalho. Visto seu nível de envolvimento direto com a Lojas Renner e seus dirigentes, surge a possibilidade de, ao longo deste trabalho, apesar do esforço da autora para manter uma visão imparcial, a avaliação realizada ter sido influenciada, tanto de maneira positiva como negativa, por esta relação mais próxima com a operação e com os gestores do que os demais analistas de mercado. Um cuidado importante que deve ser tomado ao se realizar uma análise de investimentos é buscar, ao mesmo tempo em que aguçamos nossa sensibilidade para captar as nuances do negócio, manter a fundamentação lógica e prática para aplicação no modelo de projeção.

A partir do trabalho desenvolvido, outras questões surgem, como, por exemplo, qual é a taxa de assertividade deste tipo de análise, ou então, quais fatores influenciam na tomada de decisão de investimento, além da análise fundamentalista. A análise de quais métodos são mais eficazes para avaliação de empresas de varejo, também é um ponto interessante para estudo. Qual a influência da liquidez e da assimetria da informação no processo de eficiência de mercado? Estes questionamentos ficam de sugestão para próximos trabalhos.

REFERÊNCIAS:

Análise Financeira <<http://www.analisefinanceira.com.br/analises/nt.htm>> Acesso em 31 de maio de 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **FOCUS**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 de outubro de 2008.

BATISTA, João Nogueira. **RI - O ano de ouro do mercado de capitais**. 118. Ed.: Rio de Janeiro: IMF Editora, 2007.

Bloomberg. Informações disponíveis em: <<http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=LREN3%3ABZ>> Acesso em 30.09.2008

BODIE. Z.; KANE, A.; MARCUS, **Analysis Investments**. 5ª. Ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2002.

CARVALHO, Fernando J. C., **Economia Monetária e Financeira**. 2ª. Ed. Campus, 2007

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª Ed. Pearson Education do Brasil, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação**. 1ª. Ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2ª Ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas**. 2ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

Informações disponíveis em: <<http://www.iepg.unifei.edu.br/edson/download/ArtMateusEnegep2006.pdf>> Acesso em 21 de junho de 2008.

Informações disponíveis em: <<http://www.scribd.com/doc/222401/Beta-Entenda-o-Famoso-Indice>> Acesso em 12 de outubro de 2008.

KAWASSAKI, Márcio. **Latin American Equity Research**. Relatório Raymond James, 2008.

GRAHAM, Benjamin. **O Investidor Inteligente**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira S.A., 2003.

Lojas Renner – Relações com Investidores. Disponível em: <<http://www.lojasrenner.com.br/ri/>> Acesso em 12 de outubro de 2008.

MATARAZZO, Dante. **Análise Financeira e de Balanços**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MEDEIROS, Jander. **Brazilian Retail**. Relatório UBS Pactual, 2008

Perpetuidade. Disponível em:
<http://www.expresstraining.com.br/scripts/action_download.php?type=utd&name=UpToDate015.pdf> Acesso em 12 de outubro de 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Fundamentos de Avaliação de Empresas – Foco no Método de Fluxo de Caixa Descontado**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2005.

SEGADILHA, André. **Apimec**. 6ª. Ed. São Paulo: Celleria Comunicações, 2008.

WINGER, Bernard J.; FRASCA, Ralph R. **Investments: Introduction to analysis and Planning**, 3ª Ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995.

Wikipedia – Beta. Disponível em: <http://pt.wikipedia.org/wiki/%C3%8Dndice_beta>
Acesso em 03 de outubro de 2008

ANEXOS