

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA APLICAÇÃO DO
MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À
EMPRESA LOJAS RENNER S.A.**

PAULO JOHAS MARQUES FRANÇA
Matrícula nº: 114188251

ORIENTADORA: Prof^ª. Margarida Gutierrez

SETEMBRO DE 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UMA APLICAÇÃO DO
MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO À
EMPRESA LOJAS RENNER S.A.**

PAULO JOHAS MARQUES FRANÇA
Matrícula nº: 114188251

ORIENTADORA: Prof^ª. Margarida Gutierrez

SETEMBRO DE 2019

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

Gostaria de dedicar à minha família e em especial aos meus pais, Sérgio França e Paula Johas, que sempre acreditaram e apoiaram minhas decisões e desejos, nunca medindo esforços para entregar à nossa família a melhor educação e cuidados que lhes era possível, muitas vezes abdicando de desejos pessoais em prol dos de seus filhos. Dessa forma, sendo responsáveis diretos por toda essa trajetória acadêmica e a carreira profissional que se iniciará a partir da conclusão desse trabalho.

RESUMO

Esse trabalho pode ser dividido em três partes, com naturezas distintas, que serão divididas através dos capítulos principais. A primeira é um estudo detalhado da história da empresa que será o objeto de estudo, a Lojas Renner S.A, com base em notícias relacionadas à companhia e seu setor de atividade, utilizando dados divulgados pela própria empresa e por órgãos reguladores do setor de varejo, além de dados macroeconômicos.

A segunda parte condiz com uma pesquisa bibliográfica das técnicas de avaliação de empresas, com ênfase dada à Análise Fundamentalista. Não pretendemos esgotar o assunto, mas nos ater aos principais indicadores necessários para o cálculo da técnica do fluxo de caixa descontado.

Por fim, na terceira parte iremos utilizar do método de fluxo de caixa descontado à maior empresa de departamento brasileira, Lojas Renner S.A., de forma a auxiliar no processo de análise com o resultado de uma avaliação entre o preço atual das ações da companhia em bolsa no momento e o seu preço ideal calculado e observar se há potencial ou não de valorização do ativo.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I - LOJAS RENER S.A.	10
I.1 HISTÓRICO DA EMPRESA	10
I.2 NEGÓCIOS DA EMPRESA	11
I.3 GESTÃO DA EMPRESA	13
I.4 OPERACIONAL	15
I.5 COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	15
I.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA	16
I.7 – PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E NOVO MERCADO.	18
I.8 SEGMENTO DO VAREJO NO BRASIL.....	19
CAPÍTULO II - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
II.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	21
II.2 ESCOLA FUNDAMENTALISTA.....	21
II.3 ANÁLISE TOP DOWN E BOTTOM-UP.....	22
II.4 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	23
I.1.1 <i>Balanço Patrimonial (BP)</i>	23
I.1.2 <i>Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)</i>	23
II.5 MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	23
I.1.3 <i>Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF – Free Cash Flow Firm)</i>	24
I.1.4 <i>Fluxo de caixa do acionista (FCFE - Free Cash Flow to the Equity)</i>	25
II.6 WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)	27
II.7 MÉTODO DE PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS (CAPM - CAPITAL ASSET PRICING MODEL).....	27
CAPÍTULO III - VALUATION LOJAS RENNER S.A.	31
III.1 PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS	31
III.2 RECEITA.....	31
III.3 DESPESAS OPERACIONAIS, GERAIS E ADMINISTRATIVAS.....	32
III.4 EBTIDA.....	33

III.5	LUCRO	35
III.6	DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO	36
III.7	ROIC	37
III.8	CAPEX – CAPITAL EXPENDITURES.....	37
III.9	IMPOSTOS.....	38
III.10	CAPITAL DE GIRO	38
III.11	VALOR TERMINAL EM PERPETUIDADE	39
III.12	FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA.....	39
III.13	ESTIMANDO O CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	40
III.14	CÁLCULO DO VALOR JUSTO DA LOJAS RENNER S.A.	41
	CONCLUSÃO.....	43
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	– Histórico da Companhia.....	11
Figura 2	– Crescimento de vendas.....	12
Figura 3	– Pilares fundamentais	13
Figura 4	– Evolução presença mulheres	14
Figura 5	– Crescimento de vendas.....	15
Figura 6	– Composição Acionária.....	16
Figura 7	– Composição corporativa	17
Figura 8	– Fluxo de Caixa Livre (WIKIPÉDIA).....	25
Figura 9	– Fluxo de Caixa do Acionista (WIKIPÉDIA).....	26
Figura 10	– (DAMODARAN, 2007).....	26
Figura 11	– (DAMODARAN, 2007).....	28
Figura 12	– (DAMODARAN, 2012).....	28
Figura 13	– (DAMODARAN, 2007).....	29
Figura 14	– Informações Trimestrais	34
Figura 15	– Informações Trimestrais.	34
Figura 16	– Demonstração de Resultados do Exercício (EXPERTS, 2019).	35

Figura 17 – Informações Trimestrais.	35
Figura 18 – Informações Trimestrais..	38
Figura 19 – Capex Renner. Elaborado pelo presente autor.	38
Figura 20 – Alíquotas Básicas.....	39
Figura 21 - <i>Cash Flow</i> . Elaborado pelo presente autor.	40
Figura 22 – <i>Discount Rate</i> . Elaborado pelo presente autor..	42
Figura 23 – <i>Valuation</i> completo. Elaborado pelo presente autor.	43

INTRODUÇÃO

Vivemos uma época em que o cenário econômico mundial está se tornando cada vez mais dinâmico, o que exige o desenvolvimento de modelos analíticos que permitam aos investidores a formulação de um preço justo das empresas para que sejam tomadas decisões mais assertivas.

O processo de *Valuation* das empresas auxilia na tomada de decisões tendo como objetivo principal a determinação do valor da organização. Dentre os métodos, o mais utilizado para avaliação de empresas, em casos de *M&A* (sigla em inglês que se refere a fusões e aquisições) e propriamente em análises de banco de investimentos para suas decisões e relatórios aos acionistas é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

As empresas, após anos de instabilidade político-econômica e recessão, estão com expectativas de um momento de retomada do crescimento, o que pode ser observado pelo índice IBOVESPA em máxima histórica. Além disso, temos também no âmbito dos juros a menor taxa histórica, em 6,0% a.a, com perspectivas que a haja mais reduções no ano de 2019, o que está tirando os investidores que estavam acostumados com taxas de 10 a 14% com risco próximo a zero nos últimos anos aplicando seu capital em renda fixa, de suas zonas de conforto, visto que, para conseguirem manter uma rentabilidade como antes, é necessária a maior exposição ao risco através de alternativas como, por exemplo, fundos de investimento e ações.

Em busca de capitalização e financiamento a taxas mais atrativas, as grandes empresas fazem sua oferta pública inicial (*I.P.O*) na bolsa de valores, e passam a ser negociadas pelos investidores nacionais e estrangeiros que buscam rentabilizar seus recursos acima da taxa Selic, dessa forma promove-se uma alocação eficiente em títulos e valores mobiliários.

Apesar de o *Valuation* utilizar fórmulas matemáticas e métodos quantitativos, na busca por encontrar o preço justo futuro da empresa deve-se considerar diversas variáveis que são necessárias análises subjetivas, através de interpretações de cenários futuros e hipóteses, dessa forma esse modelo não deve ser tratado como uma ciência exata e por esse motivo vemos diversas casas de análise que divergem entre suas perspectivas para mesmas empresas.

Essa metodologia será aplicada a grande varejista brasileira Lojas Renner. Para tanto, será analisado seus fundamentos como, por exemplo, grau de investimento, relação entre prejuízos e lucros, entre outros.

Ao final deste trabalho, através da aplicação da metodologia de FCD serão apresentados os resultados e se a empresa está sendo negociada no mercado com ágio ou deságio, ou seja, se sua ação, negociada sob o *ticker* LREN3, está sub ou sobrevalorizada.

CAPÍTULO I - LOJAS RENNER S.A.

1.1 Histórico da Empresa

Fundada em 1922, em Porto Alegre (RS), por Anthony Jacob Renner, a marca iniciou com foco na indústria fabril e comercialização de artigos têxteis, como braço do grupo A. J. Renner. A companhia então começa a ampliar e diversificar suas atividades empresariais e, com o tempo, foram incluídos em suas lojas diversos departamentos como utensílios para o lar, artigos esportivos e artigos de mesa e banho, o que viria a culminar em 1945 na inauguração da primeira loja de departamentos da empresa.

Após duas décadas de crescimento e sucesso, o Grupo A. J. Renner decidiu por desmembrar suas empresas e foi então que foi constituída a empresa Lojas Renner S.A. que nos próximos dois anos, em 1967, tornar-se-ia uma empresa de capital aberto.

Na década de 90, as Lojas Renner passaram por uma reestruturação de forma a se especializar no setor de moda com a implantação da metodologia da Filosofia de Encantamento, que será detalhada posteriormente. No final de 1998 a J.C. Penney Brazil Inc, a empresa americana especializada em lojas de departamento assumiu maior parte das ações da empresa, o que foi ótimo, pois ocorreu uma troca de expertise e acesso a fornecedores, consultorias e produtos internacionais.

A partir de então, a Renner acelerou o processo de expansão nacional com imposição do conceito *lifestyle* em suas coleções, visando refletir personalidades, hábitos, estilos de vida da sua clientela. Em 2005, onde a Renner já possuía mais de 60 pontos de vendas, a JC Penney decide por vender o controle da Companhia através de oferta em bolsa.

A Loja Renner foia primeira empresa do Brasil a ter seu capital pulverizado, com a totalidade de suas ações em bolsa e listada no Novo Mercado - grau mais elevado de governança corporativa da B3. Operação que foi bem sucedida e resultou em 2006 no início da atuação no nordeste brasileiro, inaugurando mais 15 lojas nesse ano e outras 14 no ano seguinte, aproximando-se das 100 filiais no Brasil.

Em 2010, a empresa lança seu e-commerce, uma das primeiras do setor no Brasil, em 2011 adquire a Camicado e, dois anos depois, lança a Youcom. mais recentemente, em 2016, a companhia lançou uma nova marca, a Ashua.

A Renner é hoje a maior varejista de moda do Brasil, com aproximadamente 22 mil funcionários, 550 lojas em todos os estados brasileiros, além de algumas no Uruguai e projeto de expansão para a Argentina. Enquanto 95% de suas lojas estão situadas em shoppings, o que é visto como um meio eficiente de garantir uma demanda mínima ao longo do ano e se proteger de sazonalidades e crises que assolam com mais ênfase as lojas de ruas.

No primeiro trimestre do ano, a companhia registrou um lucro líquido que chegou aos 161 milhões de reais. No acumulado dos últimos doze meses, a empresa acumulou um lucro líquido de R\$ 1,07 bilhão. A companhia possuía na época do relatório um ativo total de R\$ 10,35 bilhões e um patrimônio líquido de R\$ 4,06 bilhões, com sua ação rondando entre sua máxima histórica entre os 47 e 49 reais.

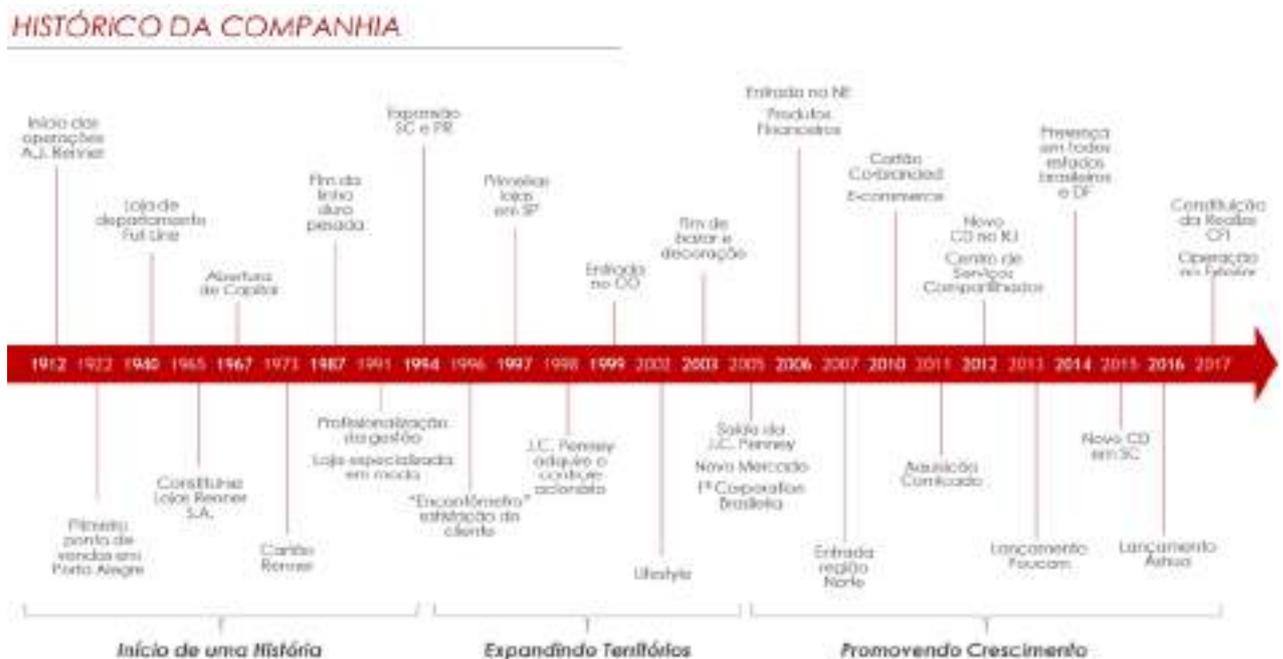


Figura 1 Histórico da Companhia. Fonte: Site Ri Lojas Renner S.A.

1.2 Negócios da empresa.

- **Lojas Renner:** As lojas de departamento que herdaram o nome da companhia são também seu carro chefe. O foco se dá no segmento da moda e com os públicos B e C

como alvos principais, além do enfoque nas mulheres, frequentadoras mais ávidas as compras de suas lojas. Além do ponto focal supracitado, a marca “Renner” também vende perfumes e acessórios que possam compor o vestuário de seus clientes como pulseiras, brincos, bonés, entre outros adereços. A marca é uma das mais valiosas de seu setor na América latina.

- **Lojas Camicado:** Como forma de diversificar seus nichos, porém, sem impactar diretamente no conceito da marca “Renner”, a maior varejista do segmento de casa e decoração do Brasil foi a primeira aquisição feita pela Lojas Renner, S.A, em 2011.
- **Lojas Youcom:** Era a linha de roupas mais vendida dentro das lojas tradicionais da Renner, em 2013, com seu antigo nome “Blue Steel” e foi adquirida como uma forma de expandir a inserção em venda nas lojas de pequeno porte, visto que as Lojas Renner possuem tamanhos colossais. Essa linha é direcionada ao público mais jovem, entre 16 e 30 anos de classe média.
- **Lojas Ashua:** A mais nova do grupo foi lançada em 2016 e inicialmente estava vendida apenas pelo site da Renner. Voltado para o público *Plus-size*, com tamanhos do 46 ao 54, para todos os gêneros, o projeto iniciou com três lojas e o investimento de 1 milhão de reais em cada.

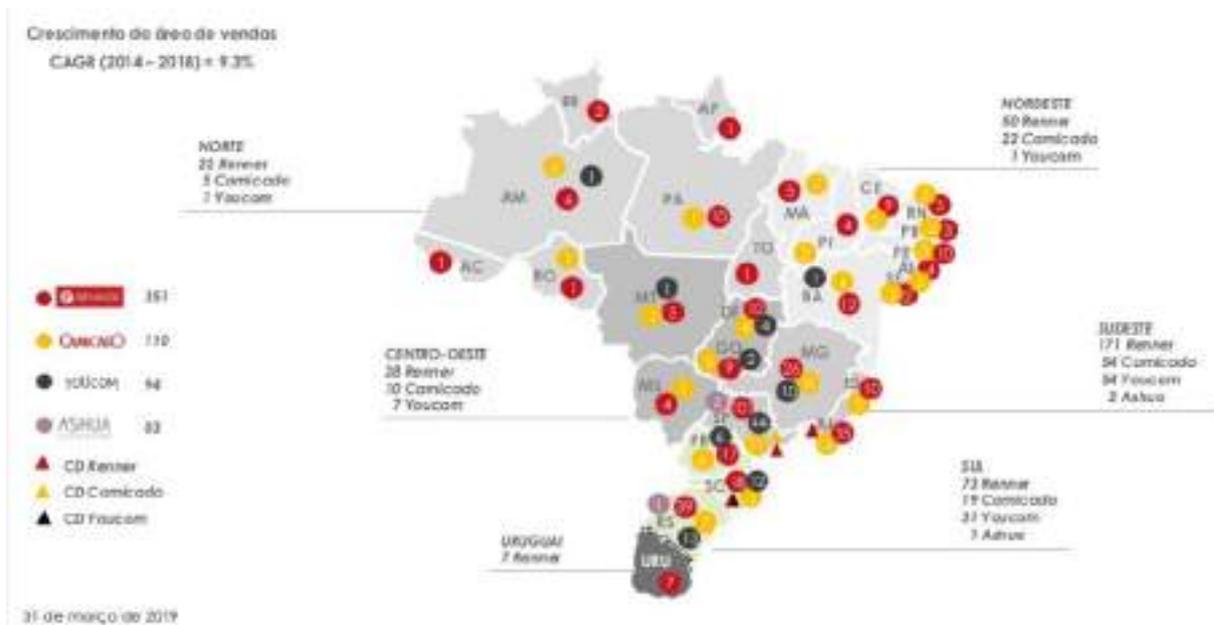


Figura 2 Crescimento de vendas. Fonte: Site Ri Lojas Renner S.A.

1.3 Gestão da empresa.

Para entender melhor o desenvolvimento da empresa é essencial falarmos de José Gallo. Formado pela FGV-SP, o gaúcho que chegou em 1991 varejista como consultor auxiliar para família fundadora e, com sucesso e bons resultados que entregou nesse período, em 7 anos, tornou-se presidente da Renner. Com 25 anos de casa, José passou por todas as mudanças da economia nas últimas três décadas e tornou-se um dos presidentes mais renomados do país.

Assumiu a empresa em momento frágil, de grandes dúvidas e através do conceito dos quatro P's (produto, ponto de venda, propaganda e preço), refizeram todos os pontos de vendas e em 1994 iniciaram o foco na publicidade.



Figura 3 Pilares fundamentais. Fonte: Projeto Renner – Agosto/2010.

A expansão começou em suas mãos, expandido do Rio Grande do Sul para Florianópolis e Curitiba, onde viram que não conseguiram ser competitiva sendo somente uma empresa regional. Foi nesse ponto que buscaram a sociedade da J.C Penny para injetar capital e patrocinar a expansão.

Paralelamente ao desenvolvimento da Renner, suas maiores concorrentes até então, a Mappin e a Mesbla acabam falindo devido às dificuldades financeiras, então, a empresa incorporou a maioria das lojas remanescentes da extinta concorrência.

A ideologia de não possuir assinatura de estilistas famosos vem do presidente, que afirma que dessa forma se consegue manter a identidade de construção da moda sem o aval de ninguém. Além de também acreditar na competência interna para o desenvolvimento dos

produtos. O enfoque na mulher, responsável por 80% das compras na Renner também foi articulado por José, com a percepção de mercado que em 1980, somente 22% das mulheres trabalhavam, número que hoje já beira a casa dos 60%. A mulher, diz Gallo, trabalha, cuida da casa e dos filhos, ou seja, é multifacetada e com o tempo escasso, dessa forma criou-se a preocupação de se criar lojas que economizem tempo e facilite a escolha do produto, o que resultou na organização do interior das lojas por estilo de vida, conceito difundido hoje em dia no mercado de varejo.



Figura 4 - Evolução presença mulheres. Fonte: Valor Econômico 2014.

Foi então em 2013, para acompanhar a tendência mundial de *fast-fashion* que as estrangeiras Zara e H&M já utilizavam que José decidiu que era hora de simplificar os processos. Estabelecendo as “Leis da Simplicidade” a fim de promover confiança entre os consumidores e também funcionários, dissipando controle e burocratizações excessivas.

A estratégia assertiva foi responsável pelo título, em 2016, de Melhor CEO do país, concedido pela Época Negócios. José Gallo assumiu a companhia valendo US\$ 918mil e entregou a presidência para virar membro do conselho, em 2019, com um *valuation* próximo aos 5 bilhões de reais. Seu sucessor, também de longa data na empresa, é Fabio Faccio, ex-diretor de produtos com 19 anos de casa.

1.4 Operacional

No âmbito operacional, a empresa é conhecida pela adoção pioneira de algumas práticas no setor de varejo brasileiro. A marca é reconhecida pela sua visão de “encantar a todos”, que significa buscar na experiência da compra e satisfação do cliente, e são somente na oferta dos produtos, fica visível essa prática nas máquinas da medição de satisfação, os chamados “Encantômetros” que as lojas possuem em suas portas, estratégia em que foi pioneira no Brasil.



Figura 5 Crescimento de vendas. Fonte: www.jovemadministrador.com.br

Além disso, outro fator de grande interesse é a divisão da distribuição dos seus produtos, onde a Renner, diferente da grande maioria das lojas de roupa, separa seus itens por *Lifestyle* e não por categoria (bermuda, casaco, camisa, etc.). Os produtos da empresa são encaixados em cinco estilos de vida que a empresa entende como os de seu público alvo, e dessa forma criou o conceito “Você tem seu estilo. A Renner tem todos”.

1.5 Composição Acionária

A Lojas Renner é negociada sob o *ticker* REN3 e seu capital social é composto apenas por ações ordinárias, que concedem direito de voto ao acionista. Fica evidente a pulverização na alocação de 98,67% das ações em *Free Float*, terminologia utilizada para se referir à quantidade de ações que estão destinadas à livre negociação no mercado de capitais.

	Ações Ordinárias	(%)
Standard Life Aberdeen PLC.	75.243.732	9,48%
T. Rowe Price Associates, Inc.	78.147.527	9,84%
J.P. Morgan Asset Management H.Inc.	54.223.253	6,83%
Outros	584.366.682	73,62%
Ações em Tesouraria	1.831.115	0,23%
Total	793.812.309	100,00%

Posição acionária dos membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Diretoria da Renner.

	Ações Ordinárias	(%)
Conselho de Administração	7.075.635	0,89%
Comitê Técnico/Consultivo	341.852	0,04%
Diretoria	1.316.263	0,17%
Conselho Fiscal	0	0,00%
Total	8.733.750	1,10%
FreeFloat	783.247.444	98,67%
Ações em Tesouraria	1.831.115	0,23%
Total de Ações	793.812.309	100,00%

Data de referência 31/05/2019

Figura 6 – Composição Acionária. Fonte: Site Ri Lojas Renner S.A.

1.6 Governança Corporativa

Desde 2005 a empresa vem adotando diversas iniciativas com o intuito de se inserir a garantir o seguimento nível mais alto de boas práticas do mercado, o Novo Mercado. Foram criadas áreas específicas, como a de *compliance* de 2010 de modo a assegurar que as práticas estão de acordo com a conduta de governança exigida pelos órgãos reguladores, além da área Jurídica

e Prevenção de perdas. Em conjunto com a diretoria, as áreas acima são responsáveis por auxiliar na tomada de decisões de modo à evitar qualquer desgaste da imagem da empresa, calculando seus riscos e respectivos impactos, além de monitorar periodicamente se as leis internas estão sendo respeitadas e em caso contrário, tomar as atitudes cabíveis.

O processo de gestão dos riscos conta com auditoria interna e externa, de modo a mitigar riscos de interesse interno. A Renner é, hoje em dia, benchmark em governança corporativa, entre alguns dos pontos que justificam isso cabe ressaltar a independência de 7 dos 8 componentes do conselho de administração, Mecanismos de incentivo à dispersão acionária, Canal de denúncias e regimes internos próprios (Conselho de administração, conselho fiscal permanente, comitês e diretoria).

Para atender às práticas do novo mercado faz-se necessário o cumprimento de determinados princípios, são eles a Equidade, Transparência, prestação de contas, responsabilidade Corporativa e, por fim, a Obediência e cumprimentos das leis.

Em 2017, através de estudos sobre o regulamento do novo mercado da B3, o código brasileiro de governança corporativa e outras práticas nacionais e internacionais, a companhia continuou se atualizando e desenvolvendo, já em 2018 foi criada a Secretaria de Governança corporativa, de forma a apoiar atividades que fomentem a regulação e implementação de processos que promovam novas práticas.

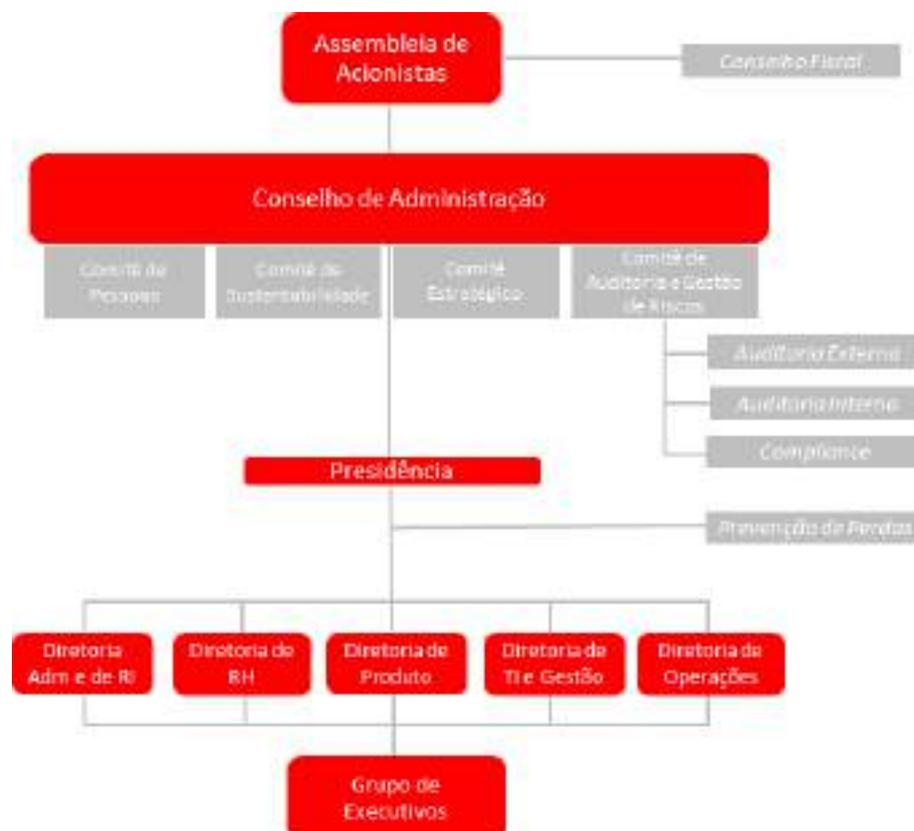


Figura 7 – Composição corporativa. Fonte: Site Ri Lojas Renner S.A.

1.7 – Práticas de Governança corporativa e novo mercado.

Ao participar do Novo mercado, a empresa possui diversos requisitos mínimos que devem ser cumpridos. Os itens abaixo resumem os principais itens aplicáveis à empresa:

- 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;
- Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;
- A saída do Novo Mercado fica condicionada à realização de oferta pública de aquisição, por valor justo;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Novo Mercado;
- Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores;
- Instalação de área de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);

1.8 SEGMENTO DO VAREJO NO BRASIL

No início da formação das Lojas Renner, o processo inflacionário era um grande empecilho na expansão de empresas visto que o altíssimo nível de incertezas gerava para qualquer passo a ser dado um risco muito grande atrelado. Dessa forma, poucas companhias possuíam presença em nível nacional, caracterizando o setor em diversas concorrências regionais.

O surgimento do Real e com ele uma estabilidade que gerou o aumento do poder aquisitivo e o consumo das famílias, as vendas no setor do varejo foram turbinadas. Desde então, o setor de maneira geral vêm evoluindo progressivamente.

Vivemos um momento em que, teoricamente, acabamos de passar e iniciamos a saída de uma recessão no país que culminou em taxas de juros anuais próximas aos 15% ao ano e taxa de desemprego batendo níveis recordes, com 14 milhões de brasileiros sem trabalho. Acreditando que estamos saindo do “fundo do poço” e caminhando para uma renovação da economia brasileira, definitivamente um dos setores que será mais impactado positivamente é o varejo que se beneficiará novamente de uma onda de aumento de consumo, do crédito, da confiança da população e diminuição de incertezas.

Segundo o portal Novarejo, em matéria publicada no dia 16/08/2019, o momento de estagnação que o setor sofreu no início do ano já está apresentando sinais de recuperação, visto que aproximadamente 80% das empresas listadas pela B3 registraram crescimento acima do Ibovespa. Especialistas ouvidos pelo portal listaram ainda a aprovação da reforma da previdência pela Câmara e a liberação do FGTS como fatores principais para o maior otimismo dos lojistas e, segundo dados da Associação Brasileira da Indústria Têxtil e da Confecção (Abit) estão previstos cerca de 6 bilhões de reais a mais de lucro nos próximos dois meses.

De acordo com o **ICVA (Índice Cielo do Varejo Ampliado)**, em junho, o setor cresceu 2% e o varejo de forma geral apresentou melhoria no primeiro trimestre desse ano.

Além de uma expectativa de avanço no consumo, o varejo brasileiro experimentou e continua experimentando grandes mudanças graças à entrada de players internacionais, que elevaram a competitividade e obrigaram o setor a modernizar suas práticas de controle,

tecnologia e qualificação dos profissionais atuando no mercado, alcançando, ano após ano, uma maior eficiência operacional.

Outro detalhe importante que justifica a crença na manutenção da alta do segmento é que, além das vendas físicas, as grandes marcas do setor têm, cada vez mais, apostado nas vendas online, negócio sinérgico que vem experimentando alta com o aumento de confiança do consumidor nesta modalidade de compra. O varejo tradicional, das lojas físicas, ainda é o principal gerador de receitas do segmento. No entanto, a venda online já começa a chamar a atenção e a ocupar um significativo espaço nas contas das grandes empresas.

Segundo a pesquisa da plataforma de pagamentos Ayden, feita com jovens de 12 países mostrou que os brasileiros ainda estão apegados às lojas físicas. O levantamento demonstrou que 48% das pessoas com idade entre 18 e 23 anos preferem comprar nas lojas físicas.

A pesquisa identificou que a adesão dos mais jovens ao uso de tecnologias na hora comprar está cada vez maior, através de principalmente dos celulares e *e-commerce*. O estudo mostra que a geração Y (entre 24 e 38 anos) é a mais digital, com adesão à compras via smartphone chegando na casa dos 75%.

Dessa forma, com o processo de barateamento e difusão dos recursos de alta tecnologia, esperamos que a tendência à adesão de compras através de meios digitais seja cada vez maior, o que será uma vantagem à Lojas Renner que possui, cada vez mais, aporte de recursos para o desenvolvimento nessa área. Ademais, irá de maneira geral impulsionar o comércio visto que, para comprar, as pessoas sequer precisarão sair de suas casas.

CAPÍTULO II - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

II.1 Métodos de Avaliação de Empresas

No mundo das finanças, utiliza-se o termo *Valuation* para o processo de determinar o valor presente de uma empresa. Através de modelos quantitativos e qualitativos, determina-se o preço justo pela companhia assim como o possível retorno sobre um investimento em suas ações.

O *Valuation* é utilizado em diversas ocasiões como análise de investimentos, fusões e aquisições, eventos tributários e captações financeiras. Esse processo demanda um vasto conhecimento prévio sobre os setores, a economia e as diretrizes da empresa estudada. Além disso, sua interpretação envolve grande subjetividade do analista ao definir premissas e interpretar resultados de projeções futuras. Dessa forma, é a sensibilidade do analista que levará a obtenção de uma projeção justa de crescimento futuro e de um valor intrínseco para a empresa.

A análise de uma empresa é realizada com base em uma série de variáveis, não apenas relacionadas à situação atual da companhia, mas principalmente informações de comportamento passado, tanto da própria empresa como também de suas ações. Dessa forma, cabe a cada analista interpretar esses dados da sua própria maneira, com o objetivo de determinar qual será o futuro da companhia e o valor de suas ações (PÓVOA, 2012).

Através do método conhecido como Fluxo de Caixa Descontado, que será o foco desse trabalho, chegaremos ao valor presente da capacidade de geração futura, a uma taxa de desconto, que se traduz no valor justo da empresa e sua obtenção de lucro, objetivo final de qualquer empresa não beneficente

II.2 Escola Fundamentalista

Na busca por um comparativo entre o preço atual e ideal das empresas no mercado financeiro, criaram-se duas grandes vertentes de análise, a escola gráfica e a escola fundamentalista, iremos direcionar o nosso foco na análise fundamentalista, mais utilizada por analistas que visam retornos em prazos longos, buscando a identificação de empresas sólidas que estão com seus preços descontados em determinados períodos, enquanto a técnica acaba

por ser uma manopla especulativa de comparação gráfica entre preços e comportamento dos investidores à eles, criando-se preços suportes, resistências através de das variações históricas, entre diversos outros instrumentos que auxiliam, principalmente, em análises de curto prazo, e booms especulativos, maximizando ganhos.

Com a análise detalhada dos demonstrativos financeiro da empresa, sua análise de risco e a expectativas futuras, o analista fundamentalista projeta o fluxo de caixa futuro da mesma e o traz a valor presente, com o objetivo de encontrar o preço justo de sua ação. Uma vez encontrado esse valor, será analisado se ele está abaixo ou acima do atual valor de mercado da ação. Caso o valor de mercado esteja abaixo do preço justo encontrado, recomenda-se a compra do ativo, quando acima do preço justo, é recomendável à venda da mesma. Na escola fundamentalista assume-se que as informações disponíveis no mercado são assimétricas e por este motivo, os preços de mercado não refletem o “valor justo”.

II.3 Análise top down e bottom up

Ao analisarmos uma empresa existem dois tipos de visões que, apesar de parecerem contrárias e excludentes, são muito usadas em conjunto, com suas especificidades variando em relação ao tempo de reação observado.

A primeira, a análise “de cima para baixo”, ou *Top Down*, possui causalidade do cenário macro para o micro, ou seja, é determinado através dos fatores macroeconômicos que podem influenciar direta ou indiretamente no desempenho da empresa, são exemplos os riscos políticos, oscilações cambiais, juros, guerras comerciais, entre outros. Nesse caso, baseia-se a decisão em um conglomerado de informações, antes de uma projeção específica.

A segunda análise chamada de “de baixo para cima”, ou *Bottom up*, é analisado todos os detalhes micros da empresa como balanços e demonstrativos entre outros para, através de um modelo determinado, justificar um preço ideal.

Iremos, através do tema do *Valuation*, sob a ótica fundamentalista utilizar ambas vertentes extremamente relacionadas, de forma que tanto os fatores macroeconômicos quanto os microeconômicos serão fundamentais para a precificação do modelo.

II.4 Demonstrativos Financeiros

I.1.1 Balanço Patrimonial (BP)

O balanço patrimonial é a principal demonstração contábil de uma empresa, e deve ser constituído por duas partes:

- Ativo: bens, direitos e demais aplicações capazes de gerar benefícios futuros.

- Passivo: são as obrigações perante terceiros, resultante de eventos passados que exigirão ativos para sua liquidação.

A diferença entre o Ativo e o passivo chama-se o patrimônio líquido da entidade. Essa demonstração tem como objetivo, em uma determinada data, evidenciar a posição patrimonial financeiro da entidade de forma qualitativa e quantitativa.

I.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A DRE possui como objetivo apresentar, resumidamente, o resultado apurado de um conjunto de operações em determinado período de tempo. Essa demonstração contábil é composta pela análise de receitas, despesas, custos e impostos, dessa forma sendo possível determinar o resultado líquido da empresa. Normalmente, esses resultados são divulgados pelas empresas em períodos trimestrais ou anuais.

II.5 Método Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) tem como principal objetivo chegar ao valor justo da empresa, utilizando como base os potenciais fluxos de caixa da mesma, dessa forma pressupondo que o valor da empresa é uma função de seus benefícios futuros. A projeção dependerá dos parâmetros e premissas estipulados para o cálculo de investimentos futuros, margens e receitas. Além disso, é considerado o meio mais completo de precificação de ativos do mercado, e utilizando quando é necessário ter um maior grau de análise e detalhamento, visto que outros métodos, como por exemplo, a Avaliação Relativa, é utilizada em situações de tempo mais escasso.

Dessa forma, através de uma taxa de desconto ajustada ao risco, iremos projetar gerações futuras de caixa, e trazer a um valor presente. Dito isso, fica diretamente proporcional a relação entre o risco atrelado à empresa, e a sua taxa de desconto. O método utilizado com maior frequência para esse fim é o do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) ou WACC (sigla em inglês para *Weighted Average Cost of Capital*).

Importante realçar que essa metodologia é mais aproveitada ao ser aplicada em empresas cujos fluxos de caixa sejam positivos e estáveis, visto que será necessário projetar esse fluxo no futuro e assim calcular a taxa de desconto que leve em conta o custo de oportunidade e riscos. Assim, não é recomendado o seu uso em empresas em recuperação judicial e/ou dificuldades financeiras no curto e médio prazo.

A periodicidade em que se é realizada a projeção é um fator de extrema relevância nessa análise, onde a maioria dos analistas utiliza o período de 5 a 7 anos em seus modelos. Dessa forma, a partir do último ano se utiliza o chamado valor de perpetuidade, que nada mais é do que a estimativa de um valor com base no fluxo de caixa livre do último período projetado, ajustado à expectativa futura de crescimento.

As duas formas de realizarmos o fluxo de caixa descontado visam o acionista (FCFE) e a firma (FCFF). No primeiro, busca-se avaliar o caixa que se é gerado pelos recursos aplicados somente através dos investidores da empresa, enquanto na segunda se considera tanto o capital de recursos próprios, assim como o de terceiros. A diferença entre os dois ocorre na contemplação de agentes com formas de remuneração ao capital, ou seja, juros para credores e dividendos para os acionistas.

I.1.3 Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF – *Free Cash Flow Firm*)

Esse método de avaliação se apresenta na visão da empresa. Trata-se do saldo de caixa remanescente após serem liquidados os pagamentos obrigatórios. Saldo esse que é utilizado para remunerar todos os credores da empresa, qualquer meio de financiamento financeiro que a empresa possua, levando em consideração os empréstimos e pagamento de juros.

Visto que nesse método é avaliado o valor presente da geração completa de caixa futura da empresa que é disponibilizada para remunerar as partes relacionadas, devemos

utilizar uma taxa de desconto que reflita os riscos presentes nessa geração, sejam referentes aos acionistas ou credores. O CAPM, custo médio ponderado do capital da empresa, ou WACC, é a taxa que contempla tanto o custo de capital próprio quanto o de terceiros e dessa forma reflete os riscos referentes aos acionistas e aos credores. De forma final, o desconto do *FCFF* projetado pelo custo de capital total resulta no valor presente da empresa.

Abaixo, o esquema detalhado do fluxo de caixa livre.

$$\begin{array}{r}
 \text{Receitas} \\
 (-) \text{ Despesas operacionais} \\
 (-) \text{ Custo de vendas} \\
 (=) \text{ Lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT) (1- alíquota fiscal)} \\
 (+) \text{ Depreciação e Amortização} \\
 (=) \text{ EBITDA} \\
 (-) \text{ Desembolsos de Capital / Investimentos} \\
 (+) \text{ Gastos de Capital (Capex)} \\
 (-) \text{ Ganhos de Capital} \\
 (=) \text{ Fluxo de Caixa Livre (FCL) ou Fluxo de Caixa da Empresa (FCE)}
 \end{array}$$

Figura 8 – Fluxo de Caixa Livre (WIKIPÉDIA).

I.1.4 Fluxo de caixa do acionista (*FCFE - Free Cash Flow to the Equity*)

No caso do método FCFE, é valorado o capital acionário de forma a resultar em um valor que potencialmente será distribuído ao acionista. Portanto, são descontados da receita bruta os custos atrelados ao negócio como reinvestimentos, pagamentos de juros e impostos.

$$\begin{array}{r}
\text{Receitas} \\
(-) \text{ Despesas operacionais} \\
(=) \text{ Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização} \\
\quad \text{(EBITDA}^{15}\text{)} \\
(-) \text{ Depreciação e Amortização} \\
(=) \text{ Lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT}^{16}\text{)} \\
(-) \text{ Impostos} \\
(=) \text{ Lucro Líquido} \\
(+) \text{ Depreciação e Amortização} \\
(-) \text{ Desembolsos de Capital} \\
(-) \text{ Variação do Capital de Giro} \\
(=) \text{ Fluxo de Caixa do Acionista (FCA) ou Free Cashflow to Equity (FCFE)}
\end{array}$$

Figura 9 – Fluxo de Caixa do Acionista (WIKIPÉDIA).

Com o FCLA estimado, realizamos o somatório dos fluxos de caixa livre nos períodos e então descontamos a taxa de capital próprio (K_e). Podemos analisar essa variável como o retorno obtido sobre o risco tomado do acionista, ou seja, o que ele retém sobre o investimento. Na grande maioria dos casos esse valor deve ser mais alto que a taxa de remuneração do capital de terceiros, pois o investimento de capital próprio está atrelado a riscos muito maiores.

Desta forma, o método do fluxo de caixa do acionista pode ser representado da seguinte forma (DAMODARAN, 2007):

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+K_e)^t}$$

Onde:

K_e é o custo do capital próprio

CF to equity_t é a expectativa de fluxo de caixa para o acionista no período t

n é o período de vida do ativo

Figura 10 – (DAMODARAN, 2007).

II.6 WACC (*weighted average cost of capital*)

O custo médio ponderado de capital (WACC, em inglês) é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, ou seja, uma medida de do custo de financiamento de uma empresa. O WACC calcula a média desses custos, ponderando pelo peso de cada fator na estrutura de capital.

No processo de avaliação de uma empresa, o valor da perpetuidade e os fluxos de caixa livre devem ser atualizados em função de uma taxa de desconto, dessa forma estimando riscos e custos de oportunidade atrelados a investir na empresa, através do WACC estimamos esse taxa.

Segundo Damodaran (2007), a melhor forma de calcular o WACC é a seguinte:

$$\text{WACC} = K_e * \left(\frac{E}{(D+E)} \right) + K_d * \left(\frac{D}{(D+E)} \right) * (1 - t)$$

Figura 11 – (DAMODARAN, 2007).

Onde:

WACC é o Custo médio ponderado de capital.

K_e é o custo do capital próprio, ou seja, dos acionistas;

K_d é o custo do capital de terceiros, ou seja, da dívida;

E é o valor de mercado da empresa, patrimônio líquido (*Equity*);

D é o valor de mercado da dívida total;

$E/(D+E)$ é a proporção do capital correspondente ao patrimônio líquido;

$D/(D+E)$ é a proporção do capital correspondente à dívida.

II.7 *Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM - Capital Asset Pricing Model)*

O método de precificação dos ativos financeiros busca chegar a uma taxa de retorno esperado para um ativo em relação a uma carteira de ativos perfeitamente diversificados, ou seja, mensurar a partir de que valor é válido ao investidor assumir risco e sair da chamada zona de conforto, a taxa livre de risco. No Brasil utilizam-se como comparativo os

benchmarks do Ibovespa e o CDI de forma que, para realizar um investido em determinado ativo o investidor espera um retorno mínimo acima do oferecido pelo um ativo livre de risco.

A análise de estruturas de investimentos tem que ser de perto acompanhada por uma gestão de risco, no caso temos dois riscos principais que destacaremos, são eles o de mercado (ou não diversificado) e o risco diversificável. Em relação ao primeiro, condiz com o que a gestão não tem controle, eventos atípicos, oscilações de taxas de juros, cenários políticos entre os mais diversos fatores macroeconômicos que direta ou indiretamente afetem o mercado de maneira geral.

O risco diversificável, como o próprio nome diz, possui relação ao risco de um determinado investimento pode proporcionar a um conjunto de ativos. Os fatores internos da empresa, que podem comprometer os rendimentos das ações são os geradores do risco e por isso, através da análise minuciosa de seus dados são capazes de ter maior controle sobre suas previsões futuras.

O CAPM pode ser interpretado como um medidor da sensibilidade de um ativo em relação ao risco de mercado, que é normalmente representado por um índice, como o Ibovespa. Essa sensibilidade passou a ser medida por um coeficiente beta (β), que foi representado por Damodaran (2012) da seguinte forma:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Onde:

β_i é o índice Beta de ação;

i é o retorno da ação;

m é o retorno de mercado;

Cov_{im} é a covariância entre i e m ;

σ_m^2 é a variância do retorno do índice do mercado

Figura 12–(DAMODARAN, 2012).

O indicador Beta é de extrema importância para o modelo, pois é através dele que é estabelecida uma relação entre o ativo e o setor que o mesmo se encontra, no caso, seria correlação entre a Renner e o mercado de Varejo, ou mais globalmente podemos comparar com o Ibovespa e com o Brasil de forma geral.

O Beta pode ser positivo ou negativo, no primeiro caso, significa que ao ativo terá uma variação acima, ou mais alavancada, em relação ao mercado e ativos com esse beta são procurados em momentos de crença positivo onde se espera ganhos do mercado, e se quer ganhar ainda mais. Por outro lado, em momentos de incertezas ou como meio de hedge, investidores compõem suas carteiras com ativos com beta negativo em relação ao mercado de forma que, se o mesmo despencar, o seu ativo se valorizará. No caso brasileiro vemos empresas dolarizadas com esse beta negativo e forma de se proteger do risco-país.

Damodaran (2012) ressaltou algumas observações importantes em relação ao beta das diferentes empresas: (i) Quanto mais alavancada, tanto operacionalmente quanto financeiramente, for uma empresa, maior será o seu β . O caso da alavancagem operacional indica que a relação entre os custos fixos e os custos variáveis de uma companhia estão altos, enquanto a alta alavancagem financeira indica que a empresa está muito endividada em relação ao seu capital próprio. (ii) Empresas que possuem suas vendas cíclicas, agrupadas em uma certa época do ano, ou que variam muito de acordo com variações na economia possuem β s mais altos do que os outros tipos de empresas.

O modelo CAPM foi definido pela seguinte equação:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}[E(R_m) - R_f]$$

Figura 13 – (DAMODARAN, 2007).

$E(R_i)$ - retorno esperado de um certo ativo ou portfólio. Significa que o retorno esperado de um ativo será a taxa livre de risco (R_f) mais o prêmio; por unidade de risco $[E(R_m) - R_f]$, medido pelo β ;

R_f - taxa de juros livre de risco;

β_{im} - coeficiente beta, que representa a sensibilidade dos retornos do ativo em relação aos do mercado, ou também: $\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$;

$E(R_m)$ - retorno esperado do mercado;

$E(\mathbf{R}_m) - \mathbf{R}_f$ - “prêmio de mercado” ou “prêmio de risco”, e representa a diferença entre a taxa de retorno esperada do mercado e a taxa de retorno livre de riscos.

CAPÍTULO III - VALUATION LOJAS RENNER S.A.

III.1 Projeções Macroeconômicas

As projeções macroeconômicas que serão utilizadas nesse capítulo foram retiradas de relatórios disponibilizados pelo Banco Central, onde demonstra o Relatório de Estabilidade financeira, que apresenta a evolução recente e as perspectivas da estabilidade financeiras no Brasil, além da pesquisa Focus, publicada semanalmente e que contém as projeções do final do ano corrente e do seguinte. Dito isso, iremos adotar no trabalho o Índice Nacional de preços ao consumidor (IPCA) constante em 4,0% e a taxa básica de juros, a Selic, em 6,0% ao ano, de acordo com a recente diminuição da mesma e perspectiva de manutenção para os próximos períodos.

III.2 Receita

As empresas possuem sua composição de receita por duas parcelas principais, a Receita Bruta e a Receita Líquida. A primeira corresponde ao produto da venda dos bens e serviços, o que corresponde a receita total obtida através das principais atividades da empresa. No caso da receita líquida, condiz a receita bruta com deduções, como descontos comerciais, impostos e devoluções de vendas.

A principal fonte de receita da Renner é a venda de suas mercadorias, roupas dos mais variados estilos, gêneros e idades. Essa venda é computada como receita apenas quando os produtos são vendidos aos consumidores finais nas lojas próprias, e aos franqueados. Outro ponto que deve ser notado como diferencial de receita da Renner é o grande sortimento de produtos e de lançamento de marcas próprias, o que gera maiores taxas de lucro e menores dependências à imposições de preços externas.

A receita líquida total aumentou 13,4% em comparação com mesmo período, do 2º trimestre do ano passado. A companhia em seu relatório associou o resultado à boa distribuição de produtos nas lojas e a assertividade em suas coleções de outono-inverno. Outros fatores de destaque que podemos destacar são o maior fluxo de clientes, o efeito do câmbio contratado para produtos importados e os níveis de remarcações dentro da normalidade.

As vendas na Youcom cresceram 24,2% e refletem a boa aceitação da coleção, com adequado mix de produtos. Já na Camicado, o cenário macroeconômico ainda desfavorável, aliado ao maior nível de promoção no segmento de casa e decoração, resultou no crescimento de 2,7% na Receita Líquida. No semestre, a Companhia alcançou crescimento de 15,4% na Receita Líquida e 10,8% nas Vendas em Mesmas Lojas. Essa performance evidencia consistentes ganhos de participação de mercado ao longo do ano, uma vez que o setor evoluiu apenas 0,2%, entre janeiro e maio, conforme dados do Índice PMC – Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE.

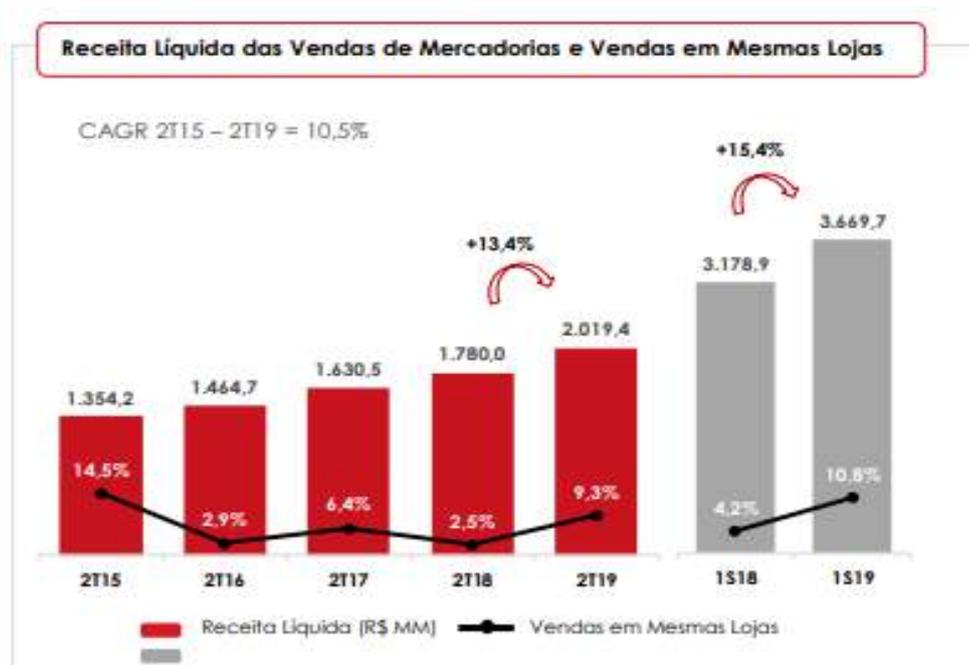


Figura 14 – Informações Trimestrais - 30/06/2019 - LOJAS RENNER S.A.

III.3 Despesas Operacionais, Gerais e Administrativas

As despesas operacionais são todas aquelas despesas necessárias para manter a empresa em funcionamento. A Lojas Renner trabalha fortemente para controlar os níveis de despesas e adequá-las à evolução de suas vendas.

As Despesas Operacionais (VG&A) mantiveram-se praticamente estáveis em relação ao 2T18, em função, basicamente, da adoção do IFRS 16, que diminuiu esta conta em R\$ 99,1 milhões. Em bases comparáveis, estas despesas cresceram 14,3% ante o 2T18. Adicionalmente, se excluído o efeito da postergação de despesas de marketing relativas ao

1T19, as despesas operacionais sobre a Receita Líquida de Mercadorias teriam se mantido estáveis versus o 2T18.

O aumento nas Outras Despesas Operacionais, no 2T19, deveu-se, principalmente, ao maior nível de provisionamento do Programa de Participação de Resultados (PPR).

Ainda, houve o reconhecimento de R\$ 3,5 MM de crédito fiscal, relativo à exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS e Cofins na Youcom, em decorrência do encerramento do processo judicial e habilitação junto à Receita Federal. Quanto ao 1S19, houve alavancagem de 1,0 p.p., em função das Despesas com Vendas, reflexo dos maiores volumes vendidos e do controle orçamentário no período.

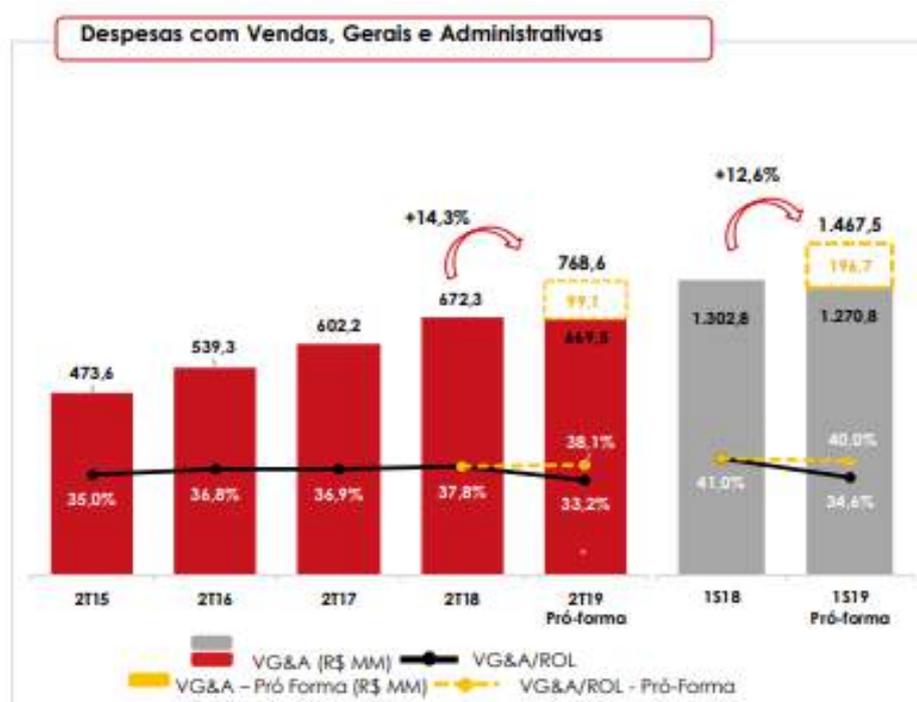


Figura 15 – Informações Trimestrais - 30/06/2019 - LOJAS RENNER S.A.

III.4 EBTIDA

A sigla *EBITDA* (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) pode ser traduzida para o português como “Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização”, ou LJIDA. Esse indicador é considerado uma medida de geração operacional de caixa e pode ser obtida no DRE de uma empresa através da fórmula:

Demonstração de Resultados do Exercício	
Receita Bruta	
(-) Deduções	
Receita Líquida	
(-) Custos	
Lucro Bruto	
(-) Despesas Operacionais	
EBITDA (Lucro Operacional)	

Figura 16–Demonstração de Resultados do Exercício (EXPERTS, 2019)

Para uma melhor análise da margem operacional, através de múltiplos, utiliza-se também a divisão da Receita Líquida pelo *EBITDA*, gerando a denominada margem *EBITDA*.

A Companhia atingiu *EBITDA* de R\$ 492 Milhões no terceiro trimestre de 2019, e calculando as expectativas deve fechar o ano com um total de R\$ 2,43 Bilhões, o que significará um aumento de 41% em relação ao relatório divulgado no ano passado.

A redução de 2,4 p.p. na margem *EBITDA* de Varejo Ajustada é consequência, principalmente, da queda na Margem Bruta (1,0 p.p.) e do maior nível de provisionamento do Programa de Participação nos Resultados (0,6 p.p.), além do efeito de 0,3 p.p. referentes à postergação de despesas do 1T19.

Adicionalmente, em função da adoção do IFRS 16, para fins de comparabilidade, a partir do 1T19, a Companhia passou a reportar o *EBITDA* da Operação de Varejo ajustado também pela Depreciação e Despesa Financeira relativas aos arrendamentos (detalhes na página 8). Desta forma, no 2T19, a adoção da norma trouxe um efeito negativo de R\$ 12,0 milhões (0,6 p.p.) neste resultado.

No 1S19, a Margem *EBITDA* de Varejo ficou praticamente estável e refletiu o efetivo controle orçamentário realizado no ano, combinado com o bom ritmo de vendas. Este desempenho nas despesas praticamente compensou a menor Margem Bruta do semestre.

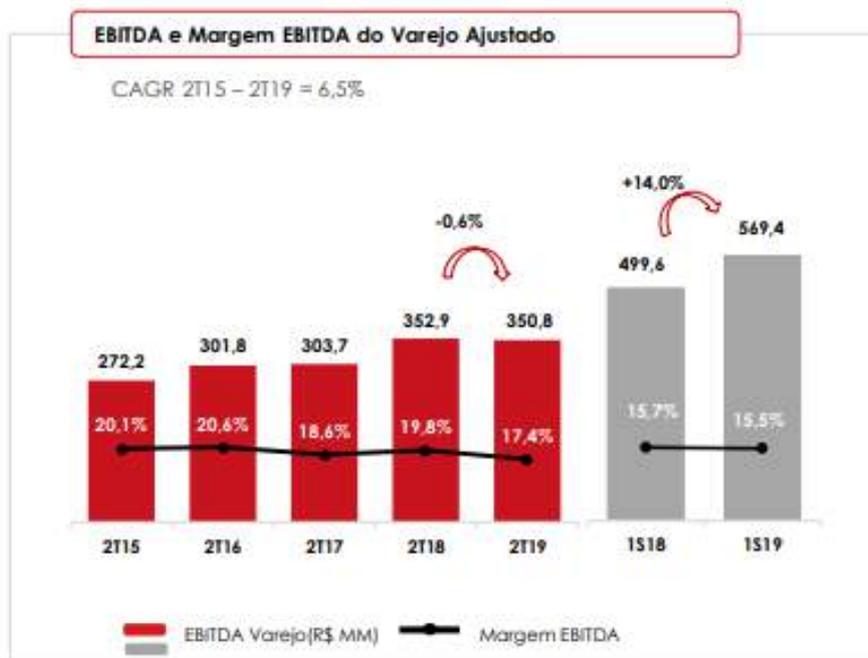


Figura 17 – Informações Trimestrais - 30/06/2019 - LOJAS RENNER S.A.

III.5 Lucro

Analizamos os lucros da companhia em duas vertentes, o Lucro Líquido e o Lucro Bruto. O último corresponde ao valor residual após a subtração dos custos de produção e/ou execução de serviços do faturamento da empresa, ou seja, é necessário somar todas as receitas obtidas do faturamento e então diminuir os custos necessários para a produção dos produtos e prestação dos serviços.

O lucro líquido corresponde ao lucro gerado após diminuir custos fixos e despesas com alguns tributos do lucro bruto. Existem muitas contas que são abatidas dele para gerar o ganho líquido final, montante que efetivamente ficará com a empresa ou será distribuído para os acionistas. A margem de lucratividade líquida é a porcentagem de lucratividade líquida em relação ao faturamento da organização.

Segundo a divulgação de resultados Companhia, A redução na Margem Líquida no 2T19, deveu-se, basicamente, ao menor resultado operacional do período. Adicionalmente, a normalização da alíquota efetiva de IR, após o reconhecimento, no 2T18, de R\$ 36 milhões, em função da dedutibilidade fiscal dos valores considerados subvenção para investimentos (Lei Complementar 160/17), também impactou este resultado. Se excluído este efeito e o

impacto do IFRS 16, o Lucro Líquido teria crescido 1,8%. Já no período acumulado até junho, a redução na margem líquida foi consequência do menor *EBITDA* Total e da maior alíquota efetiva no 2T19. No 2T19, a Lojas Renner creditou, aos seus acionistas, dividendos na forma de Juros sobre Capital Próprio, no montante de R\$ 61,5 milhões, correspondentes a R\$ 0,07765 por ação, considerando a quantidade de 791.981.194 ações ordinárias, das quais já foram excluídas as ações em tesouraria. No período acumulado de janeiro a junho, os Juros sobre Capital Próprio já chegaram a R\$ 128,3 milhões, correspondente a R\$ 0,17060 por ação

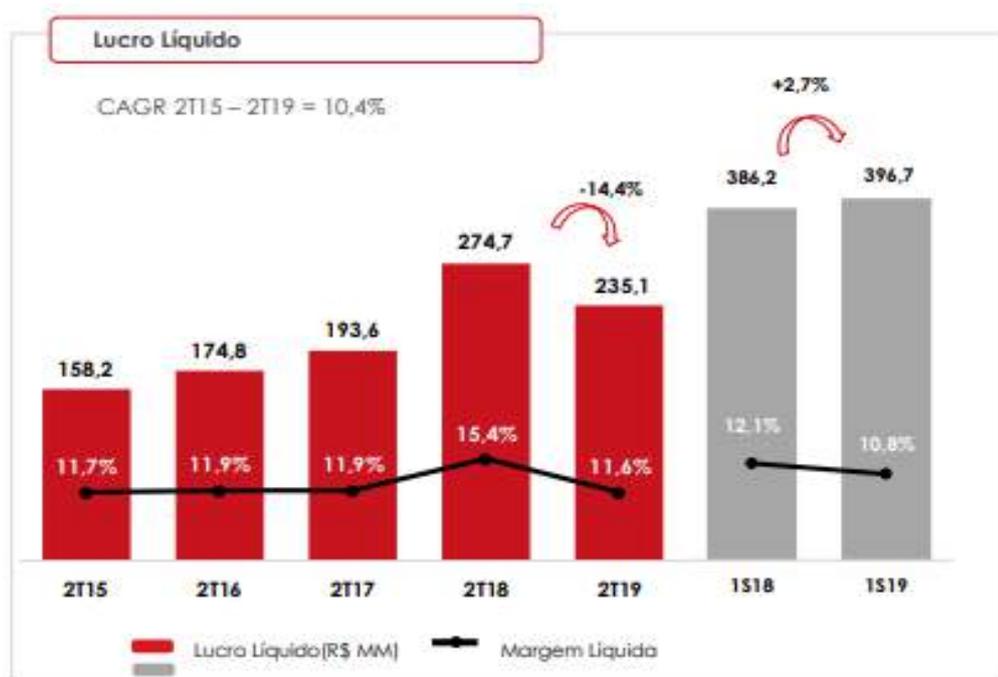


Figura 18 – Informações Trimestrais - 30/06/2019 - LOJAS RENNER S.A.

III.6 Depreciação e Amortização

A desvalorização de um ativo imobilizado em determinado período consiste em sua depreciação e pode ocorrer pelo uso das máquinas, por obsolescência ou pelo próprio desgaste natural, de forma que o valor intrínseco chegue à zero. No Demonstrativo de Resultados, a depreciação entra entre as despesas e o pagamento de juros e impostos, pois contribui para a redução do lucro tributável da Companhia, uma vez que representa apenas a perda de valor de um ativo que já é de posse da empresa e, portanto, não resulta em nenhuma saída de caixa.

No caso da amortização, trata-se de um processo de quitação da dívida por meio de pagamentos periódicos planejados de forma que cada prestação corresponde à soma do

reembolso do capital ou do pagamento dos juros do saldo devedor, podendo ser o reembolso dos dois. Na amortização, as parcelas se referem ao valor total da dívida, incluindo juros, impostos e todos os demais encargos, e podem ser variáveis ou fixas.

III.7 ROIC

A sigla ROIC corresponde ao Retorno sobre o Capital Investido e representa o quanto de retorno uma empresa gera em relação o capital investido, analisando a soma do capital próprio com o capital de terceiros.

Dessa forma, através do uso desse indicado medimos o desempenho financeiro de uma empresa e a representação, em percentual, o financeiro que a empresa tem capacidade de gerar utilizando o capital investido.

Ao subtrairmos os dividendos pagos durante o ano do lucro líquido e então dividirmos a diferença pelo capital investido, chegamos a fórmula do ROIC:

$$\text{ROIC} = (\text{Resultado Líquido} - \text{Dividendos}) / \text{Valor Contábil do Capital Investido}$$

O retorno sobre o capital investido da Companhia apresentou forte crescimento no 2T19, atingindo o patamar de 21,7%. Porém, apesar do valor nominal expressivo, em comparação com o mesmo período do ano passado, existe uma pequena diferença de 0,2p.p. Fator esse que justifica a empresa como sendo sólida e com retornos consistentes.

III.8 Capex – Capital Expenditures

As despesas de capital ou o montante financeiro adquirido por uma empresa na aquisição de bens de capital como instalações e equipamentos no intuito de manter a produção de um negócio é denominado, em inglês, por *capex*, abreviação de “*Capital Expenditures*”.

O investimento mais relevante da Lojas Renner de fato são as aquisições de novas lojas, porém, devemos considerar também as reconstruções e a manutenção das lojas no cálculo dos gastos necessários para manter a produção.

No segundo trimestre de 2019 tivemos o *capex* investido pela empresa na casa dos R\$ 166 milhões, sendo eles distribuídos entre 59 milhões nas inaugurações de 14 lojas, 34 milhões em remodelações, e um número acima da média em manutenção e outros, 73 milhões.

Capex (R\$mn)	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E
Aquisições	225.1	28	59	131	187	404.7
Remodelações	167.9	17	34	34	35	120.5
Manutenção e outros	217.4	34	73	41	42	189.1
Total	610.4	79	166	205	264	714.3

Figura19 – *Capex* Renner. Elaborado pelo presente autor.

III.9 Impostos

Abaixo estão consolidadas as alíquotas básicas de impostos e contribuição a que estão sujeitos os serviços de uma companhia e as receitas de suas vendas.

Alíquotas	
ICMS - Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços	7,00% a 19,00%
COFINS - Contribuição para Seguridade Social	7,60%
PIS - Programa de Integração Social	1,65%
INSS - Instituto Nacional de Seguridade Social	1,50%
State Sales Tax (Estados Unidos)	0% a 8,875%

Figura 20 – Alíquotas Básicas.

Receitas e despesas são reconhecidas líquidas dos impostos sobre vendas, exceto quando os valores a pagar e receber forem apresentados juntos com o valor dos impostos sobre vendas e também no caso de que o valor líquido dos impostos sobre vendas, recuperável ou a pagar seja incluso no valor a receber ou a pagar do balanço.

III.10 Capital de Giro

O Capital de Giro (CG) nada mais é do que o capital necessário para financiar a continuidade das operações da empresa, ou seja, recursos de pagamento de impostos, fornecedores, salários, manutenção de estoque, basicamente são os custos operacionais da empresa.

O cálculo é diretamente afetado pelo estoque, fornecedores e recebidos, essas três contas são projetadas no balanço de forma a chegar à variação total do capital de giro, que também é impactado por outros ativos circulantes e pelas demais contas a pagar de curto prazo. Para realizar as projeções, é necessário entender a linha do DRE em que cada uma dessas contas se inclui e como se dá essa relação em termos de dias.

Por fim, basta dividir o valor das contas a receber pela receita líquida e multiplicar por 360 para chegar no valor da quantidade de dias que demora para a companhia receber o dinheiro resultante das suas vendas.

III.11 Valor terminal em Perpetuidade

Partindo do princípio de que as empresas existem sem previsão de fim, ou seja, para serem eternas e não tendo uma data de encerramento das suas operações, o valor terminal em perpetuidade é o valor da companhia a partir do último ano estimado para o efeito de fluxo de caixa. A maioria dos fluxos de caixa projetam entre 5 e 10 anos o valor estimado da empresa, e a partir do último ano projetado calcula-se o valor terminal em perpetuidade. Neste trabalho foram projetados 5 anos e então calculou-se o valor terminal da seguinte forma:

$$\text{Perpetuidade} = \text{Último Fluxo de Caixa Estimado} * (1 + \text{Taxa de Crescimento}) / (\text{Taxa de desconto} - \text{Taxa de Crescimento})$$

Substituindo pelos valores encontrados após o cálculo e projeção do fluxo de caixa do acionista:

$$\text{Perpetuidade} = 341.7 * (1 + 5\%) / (9,2\% - 5\%) = \text{R\$ } 8.461.000.000,00$$

III.12 Fluxo de Caixa do Acionista

Com o objetivo de valorar o capital acionário, será necessário utilizar o Fluxo de caixa do acionista, FCFE, de forma a chegar em um valor que potencialmente será distribuído ao acionista. Para isso, descontamos da receita bruta os custos atrelados ao negócio.

Posteriormente, fazemos o somatório dos fluxos de caixa livre dos 5 períodos e descontamos a taxa de custo de capital próprio. Essa variável pode ser analisada como o

retornomínimo que o investidor retém sobre o investimento, representando o retorno obtido sobre o risco tomado.

Foi adotado nesse trabalho o padrão internacional de análise do FCFE, que trata por analisar as ações brasileiras sob uma ótica internacional visto que se utiliza o dólar como moeda de referência.

Cash Flow (R\$mn)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CF from operation	392	1,104	1,050	1,070	1,324	1,881	2,231	2,636	3,012	3,316	3,659
NOPAT	651.9	699.1	793.0	1,060.1	1,231.9	1,397.7	1,795.4	2,165.2	2,514.6	2,845.3	3,204.1
Net Working Capital	-524.7	93.5	-71.8	-304.6	-654.8	-441.3	-511.7	-492.8	-474.9	-516.9	-556.8
Depreciation	264.8	311.3	329.1	314.6	746.9	924.1	947.7	963.6	972.1	987.8	1,011.4
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from investing activities	-571.4	-512.5	-550.0	-610.4	-714.3	-746.0	-809.7	-746.2	-802.7	-863.2	-927.9
Capex	-571.4	-512.5	-550.0	-610.4	-714.3	-746.0	-809.7	-746.2	-802.7	-863.2	-927.9
CF from financing activity	638.3	-51.7	-66.6	12.8	1,847.0	-87.2	-100.0	-89.6	-72.0	-50.7	-27.1
Financial result	-104.6	-103.3	-84.3	-53.6	-156.5	-120.0	-137.7	-123.4	-99.1	-69.9	-37.3
Debt increase (amortization)	711.4	22.3	-5.1	52.8	1,960.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other taxes	31.5	29.3	22.8	13.7	42.9	32.9	37.7	33.8	27.1	19.1	10.2
FCFF	-179.3	591.4	500.2	459.6	609.8	1,134.6	1,421.6	1,889.8	2,209.1	2,452.9	2,730.9
FCFE	459.0	539.7	433.6	472.4	2,456.7	1,047.4	1,321.6	1,800.2	2,137.1	2,402.2	2,703.8
FX	3.1	3.6	3.2	3.6	3.9	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.7
FCFE (US\$)	146.1	152.0	136.8	133.1	629.9	260.7	319.4	422.4	486.9	531.3	580.6
# of years				0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
NPV		152.0	136.8	133.1	629.9	238.7	267.7	324.0	341.9	341.5	341.7

Figura 21 – Cash Flow. Elaborado pelo presente autor.

III.13 Estimando o Custo de Capital Próprio

O custo de oportunidade do capital próprio é encontrado através da determinação da taxa de livre de risco (Rf), do Beta, do Risco Brasil e por fim o Prêmio de risco da ação. Para o primeiro indicador, adotaremos a taxa de juros americana, que teve recentemente seu primeiro corte desde 2008 e está atualmente em 2,25%, porém, como devemos considerar diversos motivos implícitos de forma a trazer o indicador para mais perto da realidade, como questões tributárias, logísticas, e o fato de ser um Rf em perpetuidade, o mercado adota, e adotaremos a taxa de 3,50%.

O Beta, indicador de sensibilidade de um ativo em relação ao risco de mercado, obtivemos através do site do Damondaram o consenso do mercado de 0.8, que indica que a ação da companhia acompanha as oscilações do mercado na mesma direção em uma proporção de 0.8.

Em relação ao Risco Brasil, que é dado pelo mercado e, em 2019, estão 250 *base points*. A última variável, o MRP (*Market Risk Premium*), em que existe um consenso entre os economistas que o mesmo gira em torno de 4.0% nos EUA, para um horizonte de 1 ano e representa a diferença entre o retorno das ações e a taxa de retorno livre de risco (*T-bonds* americanos).

Definidas todas as variáveis, o custo de oportunidade do capital próprio é calculado da seguinte forma:

$$K_e = \text{Taxa livre de risco} + \text{Risco País} + \text{Beta} * (\text{Market Risk Premium})$$

Discount Rate	
Rf = Current risk free rate	3.5%
CR = Country risk	2.5%
β = Stock's beta	0.8
MRP = Market risk premium	4.0%
$K_e = Rf + CR + \beta \times MRP$	9.2%

Figura 22 – *Discount Rate*. Elaborado pelo presente autor.

III.14 Cálculo do Valor Justo da LOJAS RENNER S.A.

Feita a construção do fluxo de caixa do acionista, a sua projeção estimada para os próximos 5 anos e as outras variáveis que compõem o *Valuation*, podemos então calcular o Valor Justo, ou *Target Price*, da empresa.

Para tal, temos 3 passos principais a seguir:

(i) Encontrar o valor que a empresa vale dado o nosso modelo, o *Total Equity*, somando o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (*FCLA*) dos 5 anos projetados e somá-los a Perpetuidade encontrada.

(ii) Encontrado o *Total Equity*, devemos trazê-lo à moeda nacional, através da cotação estimada do Real (BRL).

(iii) Através da divisão do valor total encontrado para empresa pelo número de ações existentes no mercado, chegamos assim ao *Target Price*.

Calculado o *Target Price*, agora se faz necessário verificar a situação atual do preço das ações a mercado ser realizar a comparação, verificando se o mesmo está acima ou abaixo do preço que consideramos justo.

No momento em que este trabalho foi escrito, as ações da LREN3 estavam sendo negociada ao preço R\$ 47,00e haviam 720.020.000 de ações negociadas, ou seja, o mercado avalia a Companhia aproximadamente em33,841 bilhões de reais.

Após encontrarmos o valor justo para ação de e compara-la com o valor negociado de mercado, tiramos a rápida conclusão acima do então calculado como justo. Desta forma podemos dizer que há um *upside* de 25,5% para o ativo, sendo ele, através dos diversos motivos que favorecem a empresa, mais um dos motivos para recomendarmos a compra do papel.

Valuation	
Cost of equity	9.2%
Perpetuity growth	5.0%
Cash Flows US\$	2,485
Perpetuity US\$	8,461
Total equity value US\$	10,946
Total equity value R\$	42,691
# of shares	720.02
Target Price	59.00
Current price (R\$)	47.00
Market Cap	33,841
Implied Upside	25.5%
Dividend Yield (2018E)	0.7%
Total return	26.2%

Figura 23 – *Valuation* completo. Elaborado pelo presente autor.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal um estudo teórico e prático de um tema importante do mundo das finanças, a avaliação de empresas. Começando com a contextualização da história da empresa e então uma revisão teórica do tema, introduzindo e explicando os principais indicadores e métodos utilizados pela Escola Fundamentalistas para a avaliação do fluxo de caixa descontado e, posteriormente, a aplicação prática da avaliação e uso dos indicadores na empresa escolhida, a Lojas Renner S.A.

O trabalho mostrou como a compra das ações da Lojas Renner S.A. em 28/08/2019 podia ser um bom investimento, considerando que o preço da companhia, apesar de bem esticado, negociado a 27x P/L, possui perspectivas positivas de crescimento conforme ressaltamos a solidez, capacidade de inovação e bons números nos demonstrativos contábeis que a empresa possui.

O histórico consistente da LREN por um longo período revela a disciplina de execução da gestão e, colhendo os benefícios de sua estratégia de distribuição assertiva, a empresa abre através de sua grande posição no *marketshare* (6%), um caminho para a consolidação do setor no futuro.

Podemos concluir, então, como resultado deste trabalho, que a partir da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado ao Acionista, o preço justo encontrado para a companhia Lojas Renner S.A. foi de 59.00 reais. Dado que estão sendo negociadas ao valor R\$ 47,00, podemos finalmente concluir que o temos a perspectiva de um *upside* de 25,5% que, somado ao *Dividend Yield* de 0,7%, nos dá um retorno total esperado de 26,2%, dessa forma, a recomendação final é de compra das ações da Lojas Renner S.A.

Este é um trabalho acadêmico e, portanto, as opiniões expressas são de própria autoria com base nas análises realizadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Lojas Renner S.A. **Resultados**, 2019a. Disponível em:

http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=55261&conta=28. Acesso em: 27/08/2019

Lojas Renner S.A. **Informações Trimestrais**, 2019a. Disponível em:

http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=55261&conta=28. Acesso em: 27/08/2019

Lojas Renner S.A. **Governança Corporativa**, 2019. Disponível em:

http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=57049 Acesso em: 27/08/2019

Página da Internet do **AswathDamodaran**. Disponível em:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em 03/08/2019

Página da internet da **Bloomberg Business**. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/>.

Acesso em 03/08/2019

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

<http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em 05/08/2019

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

Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/>. Acesso em 15/07/2019

Página na internet do **IPEADATA**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em

Acesso em 15/07/2019

PÓVOA, ALEXANDRE. **Valuation: como precificar ações**. 2.ed. São Paulo:

Globo, 2007. Acesso em 23/07/2019

Lojas Renner S.A. **Histórico**, 2019a. Disponível em:

https://www.lojasrennersa.com.br/pt_br/institucional/historico. Acesso em: 04/08/2019

Página da Internet da Lojas Renner na Wikipédia. Disponível em:

https://pt.wikipedia.org/wiki/Lojas_Renner. Acesso em: 20/08/2019

Página da Internet do **Portal Novarejo**. Disponível em <https://portalnovarejo.com.br/>. Acesso em: 22/08/2019''