

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Tema: Valuation da B2W

LETÍCIA LEAL ELIAS LAMBLET

DRE: 113145640

Orientador: Professor Marco Antônio Oliveira

Rio de Janeiro

2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Tema: Valuation da B2W

LETÍCIA LEAL ELIAS LAMBLET

DRE: 113145640

Orientador: Professor Marco Antônio Oliveira

Rio de Janeiro

2018

Esta monografia é dedicada à minha família, em especial à minha irmã e ao meu pai, à UFRJ, faculdade que amo e me ensinou tanto, e à cúpula- Deborah, Luiza, Malu, Rodrigo, Nat do Carmo, Nat Arezzo, Carol e Antonia.

Resumo

Esta monografia tem como objetivo avaliar a Empresa B2W, segmento de comércio eletrônico das Lojas Americanas S.A. com denominação de BTOW3 na bolsa de valores da BM&F Bovespa. Foi utilizada a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado com o objetivo de trazer os valores futuros referentes aos anos projetivos de 2018 até 2023 e da perpetuidade, a valor presente através da taxa de desconto Weighted Average Cost of Capital (WACC) e de metodologias comumente utilizadas no mercado. Foram adotadas premissas macroeconômicas considerando o setor do varejo, informações financeiras de empresas consideradas comparáveis e a situação econômica do país, resultando em um valor coerente com o observado em mercado.

PALAVRAS- CHAVE: Valuation, Taxa de Desconto, Fluxo de Caixa

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2-REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	7
2.1- Fluxo de Caixa Descontado	7
2.1.1- Fluxo de Caixa do Acionista.....	8
2.1.2 Fluxo de Caixa da Firma.....	9
2.1.3 Fluxo de Caixa de Dividendos.....	10
2.2 – Avaliação por Múltiplos.....	11
2.3- Avaliação por Teoria de Opções Reais	11
3. METODOLOGIA.....	13
3.1- Demonstrações Financeiras	13
3.2- Fórmulas.....	13
3.2.1- Fluxo de Caixa da Firma	13
3.2.2- Custo de Capital Próprio (Ke)	14
3.2.3- Custo da Dívida (Kd).....	14
3.2.4- WACC	15
3.2.5- Capital de Giro	15
3.2.6- Depreciação	15
3.2.7- Valor presente do Fluxo de Caixa	16
3.2.8- Perpetuidade.....	16
4. APLICAÇÃO	18
4.1- Setor e Empresa	18
4.2- Informações históricas	20
4.3- <i>Valuation</i> B2W	21
4.3.1- Demonstração de Resultado do Exercício (DRE).....	22
4.3.2- Beta (β) e D/E.....	23
4.3.3- Taxa Livre de Risco (rf), Prêmio de Risco de Mercado e Risco País	24
4.3.4-Custo do Capital Próprio	24
4.3.5- Estrutura de Capital	25
4.3.6- Custo do Capital de Terceiros	25
4.3.7- Cálculo do WACC.....	26
4.3.8- Cálculo do Capital de Giro.....	26
4.3.9- Cálculo da Depreciação	28
4.3.10- Fluxo de Caixa	30

4.3.11- Cálculo do Valor Presente	30
4.3.12- Perpetuidade.....	31
4.3.13- Ajustes de <i>Equity Value</i>	31
4.3.14- Valor justo da B2W	32
5. CONCLUSÃO	34
6. BIBLIOGRAFIA.....	35

1.INTRODUÇÃO

No cenário macroeconômico atual, com crises econômicas e incertezas em praticamente todos os setores, torna-se cada vez mais necessária a avaliação econômica financeira de empresas as quais se tem interesse em investir ou comprar.

Segundo Damodaran (2002, p.6):

“Cada vez mais, contudo, a necessidade de estimar o valor vai além da análise de investimentos e da gestão de portfólios. Fazem-se avaliações em todas as fases do ciclo de vida das empresas. Nos pequenos empreendimentos em vias de expansão, a avaliação desempenha papel fundamental na hora de procurar capitalistas de risco (venture capitalists) ou investidores em empresas de capital fechado (private equity) como fontes de fornecimento de capital próprio. A participação societária que ambos exigirão em troca de seus investimentos dependerá do valor que atribuírem à empresa. Ao crescerem e abrirem o capital, as avaliações determinarão o preço pelo qual as ações da empresa serão lançadas no mercado, na oferta pública inicial.”

A avaliação econômica do ativo (*Valuation*) busca calcular o valor justo (*Fair Value*) da empresa a valor presente, utilizando premissas comumente aceitas no mercado para auxiliar em uma tomada de decisão, como compra e venda de uma empresa por exemplo.

De acordo com uma pesquisa realizada por Martelanc et al (2005), o método mais utilizado para avaliação de fusões e aquisições para os profissionais de investimento do mercado de capitais, foi o Fluxo de Caixa Descontado. Isso ocorre por ser considerado um método completo que possibilita extrair diferentes informações dependendo do objetivo da pesquisa. Nessa monografia, será dado foco ao Fluxo de Caixa Descontado e suas aplicações.

Nesse sentido, esse trabalho irá abordar o Valuation da B2W Companhia Digital, por ser uma das grandes empresas de varejo no Brasil de capital aberto, dona de marcas como Americanas.com, Submarino e Shoptime, tendo como principal base teórica o autor Damodaran, cujos ensinamentos apresentam grande importância para empresas especialistas no assunto.

Na revisão bibliográfica será abordada a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado com os subcapítulos descrevendo sobre o Fluxo de Caixa da Firma, do Acionista e Dividendos. Em seguida será abordado a avaliação por múltiplos e por Teoria de Opções Reais. No desenvolvimento será explicado o Fluxo de Caixa Descontado com suas fórmulas e aplicações, além de detalhes sobre o setor de varejo e a empresa. Por fim, será detalhado o passo a passo dos valores encontrados e a conclusão sobre o valor justo da B2W.

2-REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Nesse capítulo, serão abordados os principais métodos de avaliação de empresas.

2.1- Fluxo de Caixa Descontado

Essa metodologia determina o valor de mercado, ou econômico, do patrimônio líquido de uma empresa por meio do cálculo do valor presente dos fluxos de caixa projetados, ou seja, os rendimentos e despesas, incluindo depreciação e investimento, ou *capex - capital expenditure*- que são previstos a partir de expectativa de perpetuidade da empresa. Essas projeções consideram os aspectos macroeconômicos, as peculiaridades do mercado e do país que a entidade está inserida.

O fluxo de caixa descontado é considerado por especialistas como a metodologia de avaliação mais utilizada por profissionais do mercado financeiro. Segundo Assaf Neto (2003, p.576):

“ (...) uma empresa é avaliada pela sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada a partir dos benefícios de caixa esperados no futuro, e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital. Em resumo, uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado. ”

A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado pode ser utilizada para avaliar qualquer tipo de empresa, desde que apresente um plano de negócios que seja consistente e viável segundo as premissas de mercado. Esta metodologia é indicada para empresas que têm perspectivas razoáveis para expansão significativa de suas atividades e cujo plano de negócios pode ser considerado adequado para obtenção desse crescimento, já que essa abordagem calcula melhor o valor que ela poderá a ter no futuro e sua rentabilidade.

Apesar de ser uma metodologia considerada completa, ela possui muitas subjetividades já que diferentes profissionais podem usar premissas distintas e com embasamento correto. Por isso, muitos autores defendem uma margem razoável, para mais ou para menos, como foi defendido por Damodaran em seu livro (2002, P.4):

“Mesmo ao fim da mais cuidadosa e detalhada avaliação, existirão incertezas com relação aos números finais, suportados por premissas que adotamos sobre o futuro da companhia e da economia. É irrealista esperar ou exigir certeza absoluta na avaliação, uma vez que fluxos de caixa e taxas de desconto são estimados. Isto também significa que o analista tem que permitir uma margem razoável de erro ao fazer recomendação com base na avaliação”;

As projeções do fluxo de caixa descontado podem ser feitas com base no fluxo de caixa do acionista, da firma ou dividendos.

2.1.1- Fluxo de Caixa do Acionista

O fluxo de caixa do acionista reflete à geração de caixa antes da remuneração do acionista e após a remuneração dos bancos, por isso em seu cálculo não são incluídos o aporte a capital de acionistas e pagamento dividendos. As projeções são realizadas de acordo com o que é esperado do mercado e da situação pela a qual a empresa esteja passando e o fluxo de caixa é trazido ao valor presente através da taxa de equilíbrio dada pelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). O valor encontrado é o *Equity Value*, que também pode ser calculado através das projeções do fluxo da firma e realizando ajustes da dívida líquida no *Enterprise Value*.

A taxa dada pelo CAPM é a composição de custos que representam os riscos que o acionista está assumindo ao investir em determinada empresa, ou seja, quanto mais risco, maior a taxa o que resultará em um *Equity Value* menor. O CAPM considera cinco variáveis:

- a) *Risk-free*: representa a remuneração de títulos com baixo risco, que em geral são títulos do governo americano.
- b) Prêmio de risco de mercado: representa a diferença entre o rendimento médio das ações apurado em índices, como *Dow Jones*, e títulos livres de risco.
- c) Beta: representa a correlação entre o retorno de uma determinada ação em relação a um índice de mercado. Quanto maior a volatilidade da ação, maior será o beta. Quando a empresa não possui ações listadas em bolsa, utiliza-se a média dos betas de empresas comparáveis ajustadas por sua alavancagem financeira.

Os betas são desalavancados, ajustados por uma estrutura de capital Dívida/*Equity* (D/E) e suas alíquotas efetivas de impostos (t), de acordo com a fórmula proposta por Damodaran (2006, p. 52):

$$\text{Beta desalavancado: } \beta_{\text{alavancado}} / [1 + (D/E) * (1-t)]$$

Isso acontece por que os betas das comparáveis estão considerando características próprias das empresas que eles representam e que poderá impactar no resultado do *Equity* da empresa estudada.

Para isso, o beta é realavancado com a estrutura de capital da empresa e a alíquota de imposto vigente para ela:

Beta realavancado: $\text{beta médio desalavancado do setor} * (1 + [(D/E) * (1-t)])$

- d) Prêmio de risco país: representa o *spread*, diferença de preço de compra e venda, entre os títulos do governo local em comparação aos títulos do governo americano, por ser uma diferença não apresenta moeda.
- e) Prêmio de tamanho: representa um prêmio adicional pelo tamanho da empresa, medido pelo seu *Equity Value*. Esta variável não é obrigatória.

A fórmula que resultará em um CAPM nominal em dólares, proposto simultaneamente por Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966):

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

Para transformar a taxa nominal em real (sem inflação), utiliza-se a seguinte fórmula:

$$K_e \text{ real: } (K_e \text{ nominal} + 1) / (1 + \text{inflação americana}) - 1$$

Este valor será em dólar por que todas as variáveis consideradas estão em dólar. Se a empresa avaliada não tiver o dólar como moeda mãe, deverá ser feito a seguinte operação:

$$K_e \text{ nominal em reais: } (1 + K_e \text{ real}) * (1 + \text{inflação brasileira}) - 1$$

2.1.2 Fluxo de Caixa da Firma

O Fluxo de Caixa da Firma corresponde à geração operacional de caixa antes da remuneração dos acionistas (capital próprio) e dos bancos (capital de terceiros). Não são considerados no cálculo as captações de dívida, pagamento de juros, pagamento de dividendos, amortização de capital e aporte de dividendos.

Os valores do fluxo de caixa são trazidos a valor presente através da taxa de desconto WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) resultando no *Enterprise Value*. Para a projeção,

são analisados os principais fatores geradores de caixa do negócio e assumidas premissas para sua projeção, que parte das demonstrações financeiras e posteriormente são feitos ajustes para se chegar ao fluxo de caixa. Este apresentará uma visão do ambiente externo, como oportunidades de crescimento, e do ambiente interno, bem como a capacidade de crescimento no mercado no qual ela está inserida ou não, melhorando a sua imagem e posicionamento e identificando novas necessidades de investimento ou desinvestimento.

A taxa WACC representa o custo médio ponderado de capital próprio e de terceiros (financiamentos), resultando na taxa mínima de ganho aos investidores, levando em conta os riscos citados na taxa de CAPM.

Além das variáveis que envolvem o Custo de Capital Próprio, a WACC considera também o custo da dívida (Kd) calculado pela média de mercado, que deve ser deduzido da alíquota efetiva de impostos. A fórmula da WACC é a seguinte:

$$WACC = \text{Equity}/(\text{Dívida} + \text{Equity}) * K_e + (\text{Dívida}/(\text{Dívida} + \text{Equity})) * K_d * (1-t)$$

2.1.3 Fluxo de Caixa de Dividendos

O fluxo de caixa de dividendos, considera os valores dos dividendos esperados trazidos a valor presente pelo CAPM, ou seja, o retorno que um investidor espera receber ao adquirir ações da empresa. Ele é calculado a partir da definição de uma taxa de crescimento dos lucros, que pode ser a mesma dos dividendos já que dividendos correspondem ao lucro multiplicado pelo *payout* (lucro por ação/ dividendo por ação).

Depois de calculado o valor do dividendo (lucro * payout), esse dividendo será multiplicado por uma taxa de crescimento de dividendo ano a ano. Os dividendos serão trazidos à Valor Presente quando divididos pela taxa de desconto que será aplicada ano a ano, por fim esses valores são somados resultando no valor da ação.

Segundo Martelanc et al (2005):

“[...] o método de fluxo de caixa de dividendos só tem sentido para todos os acionistas se a empresa continuamente investir, na produção, o seu fluxo de caixa disponível. Caso contrário, se a empresa somente em períodos regulares de tempo atualizar e/ou substituir seu imobilizado, esse método só é válido para os acionistas minoritários. Esses acionistas, que não possuem o controle da companhia e por isso não têm possibilidade de fazer retiradas de capital, obrigatoriamente estão sujeitos à ineficiente

de caixa da empresa, já que a princípio o mercado financeiro deveria produzir retorno menor que os ativos alocados na produção. ”

2.2 – Avaliação por Múltiplos

Outro método utilizado para a avaliação de empresas é a avaliação por múltiplos, ou seja, a comparação relativa entre os principais indicadores financeiros, em determinada data-base, de empresas comparáveis utilizando a razão de um preço de mercado variável, como o preço de ações, capitalização de mercado ou *Enterprise Value*, que estejam na mesma base de cálculo.

Os principais indicadores são os múltiplos a seguir:

Preço/Lucro; Preço/Venda; Preço/Patrimônio Líquido ou *Enterprise value*/ EBITDA.

Muitos autores, como Kaplan & Ruback (apud Schreiner e Spremann, 2007), defendem que a utilização desse método, mais simples e menos subjetivo, como o EV/EBITDA, resulta em uma precisão de valor de mercado semelhante ao de Fluxo de Caixa Descontado.

2.3- Avaliação por Teoria de Opções Reais

Uma opção é o direito, e não uma obrigação, de vender ou comprar uma quantidade específica de um bem ou ativo por um preço definido (preço do exercício) em uma determinada data prefixada (data de expiração, data de vencimento ou maturidade da opção) ou até esta data. Essa ação de compra ou venda pode ser realizada pelo detentor do direito, quando o preço estiver mais vantajoso.

A Opção de Compra (*call*) é o direito de comprar determinado ativo, que pode ser uma ação, um contrato ou uma *commodity* por exemplo por um preço do exercício pré estabelecido em uma data futura. Já a Opção de Venda (*put*) é o direito de vender o ativo por um preço pré fixado em uma data futura. O primeiro é relevante em casos de oportunidade de investimento e o segundo em casos de segurança, já que quando uma determinada ação tiver queda o detentor poderá vendê-la por um preço maior do que ela estiver valendo, pois foi pré determinado.

A Avaliação por Teoria de Opções Reais, segundo Nascimento(2005), consegue captar a flexibilização e o dinamismo do mercado que podem alterar as variáveis de avaliação da empresa e conseqüentemente o valor final. Dois dos métodos usados para avaliação são os dos

ativos contingentes e o da programação dinâmica, o primeiro utiliza uma taxa de retorno derivada do equilíbrio geral do mercado de capitais, já o segundo utiliza uma taxa arbitrária de desconto ou uma taxa livre de risco. Ambos utilizam de fórmulas e cálculos para determinar o preço de um projeto utilizando referências de mercado.

3. METODOLOGIA

As informações financeiras foram coletadas do Bloomberg, site do Damodaran, projeções do Banco Central do Brasil, informações na J.P. Morgan, Economist Intelligence Unit, Duff & Phelps, Emis. As informações da B2W foram coletadas no site da empresa.

As projeções foram baseadas em estudos sobre o mercado de varejo, sobre a situação econômica- financeira do Brasil, expectativas para o setor. O Risk- free e o beta das comparáveis foram retirados do terminal do Bloomberg, o Prêmio de Risco de Mercado foi retirado do site do Damodaran, Risco País foi retirado do J.P. Morgan e prêmio de tamanho do Duff & Phelps.

A inflação brasileira ficou no valor de 4%, considerando a projeção do Banco Central do Brasil (BACEN) e a americana, que foi retirada do Economist Intelligence Unit, ficou no valor de 1,9%, ambos os valores consideraram a data base de 31/12/2017.

O Risk- Free selecionado foi o T- Bond americano considerando o retorno médio de 2 anos do T-Bond de 30 anos. Para as comparáveis, foram escolhidas empresas de varejo que possuem expectativas de crescimento similares aos da B2W e que se assemelham nas características financeiras.

3.1- Demonstrações Financeiras

Foram utilizadas as demonstrações financeiras dos anos de 2014 a 2017 dispostas no site da B2W, que serviram de base para as projeções dos 6 anos seguintes e perpetuidade.

3.2- Fórmulas

Abaixo detalharemos as fórmulas utilizadas para o cálculo do valor presente das B2W.

3.2.1- Fluxo de Caixa da Firma

O fluxo de caixa descontado foi calculado depois de determinada as premissas das projeções das Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE) da B2W. A fórmula utilizada foi a seguinte:

FFCF: $EBIT \cdot (1-t) + \text{Depreciação} - \text{Investimento (Capex)} - \text{Variação da Necessidade de Capital de Giro}$

3.2.2- Custo de Capital Próprio (Ke)

Para o Custo do Capital Próprio, foi utilizado o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que, segundo Damodaran, é o método mais indicado.

$$K_e = R_f \text{ nominal} + (R_m - R_f) \cdot \beta + \text{Prêmio de Risco País}$$

No qual,

Ke= Custo de capital próprio;

Rf= Taxa de retorno livre de risco;

Rm- Rf= Prêmio de risco de mercado;

β= Coeficiente Beta realavancado a partir da fórmula:

$$\beta \text{ desalavancado setorial} \cdot (1 + (D/E) \cdot (1 - 34\%))$$

No qual, o 34% corresponde à alíquota efetiva de impostos, o β desalavancado corresponde à média dos betas das empresas comparáveis e o D/E corresponde à média da razão de dívida e capital próprio das empresas comparáveis.

Prêmio de Risco País= taxa de risco considerada no país, índice que reflete o comportamento dos títulos de dívida externa brasileira.

Como normalmente é utilizado uma taxa de retorno livre de risco, geralmente do mercado americano, o prêmio de risco país serve para trazer o valor para a realidade de excedente que se paga em relação à rentabilidade garantida pelo bônus americano.

3.2.3- Custo da Dívida (Kd)

Esta variável mede o custo da dívida relacionado à capital de terceiros da Empresa. Ele pode ser calculado através das informações sobre empréstimos e financiamentos presentes nas notas explicativas do Balanço Patrimonial.

3.2.4- WACC

Para trazer o fluxo de caixa da firma a valor presente, se utiliza a taxa de retorno WACC, a qual considera a ponderação do custo da dívida e de capital próprio através da fórmula a seguir:

$$\text{WACC} = \text{Equity}/(\text{Dívida} + \text{Equity}) * \text{Ke} + (\text{Dívida}/(\text{Dívida} + \text{Equity}) * \text{Kd} * (1-t))$$

3.2.5- Capital de Giro

A necessidade de capital de giro reflete as políticas de pagamento, estocagem e recebimento das empresas. Ela varia de acordo com o prazo de pagamento aos fornecedores, prazo de recebimento dos clientes e prazo de estocagem.

O cálculo da necessidade de capital de giro foi feito da seguinte maneira:

- a) Foram identificadas as contas do ativo e passivo da empresa que fossem operacionais e recorrentes dos anos de 2014 a 2017, correspondentes a alguma conta de DRE e que tivesse alguma relação com pagamento, estocagem ou recebimento da empresa.
- b) Foi apontado a qual conta de resultado da DRE as contas do ativo e passivo estão atreladas;
- c) Foi calculado o prazo médio histórico a partir da fórmula a seguir:

$$\text{Prazo médio} = \text{conta do balanço}/\text{conta de resultado} * \text{número de dias do período}$$

Para os períodos projetivos, foi utilizado a média dos prazos dos anos de 2014 e 2017.

- d) Foram projetadas as contas do ativo e passivo circulante a partir da seguinte fórmula:

$$(\text{Prazo médio (média)} * \text{conta de resultado}) / \text{dias do período}$$
- e) Foi calculada a necessidade de capital de giro a partir da subtração das contas do ativo circulante pelas contas do passivo circulante.

3.2.6- Depreciação

Para o cálculo da depreciação, foram utilizados os valores contidos nas demonstrações financeiras dos anos de 2014 e 2017. Primeiro identifica-se o valor de compra do bem, ou seja, o custo histórico do mesmo. Em seguida, a depreciação acumulada e a taxa de depreciação do ativo.

A depreciação foi calculada a partir do menor valor entre o custo histórico * taxa de depreciação e o custo histórico - depreciação acumulada do ano anterior. Isso ocorre para que se garanta que não haja depreciação após a depreciação acumulada se igualar ao custo histórico e que no último ano seja considerada apenas a parcela residual do ativo.

3.2.7- Valor presente do Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa considera os valores nos períodos projetivo, sendo assim, para avaliar o quanto a empresa está valendo na data base de estudo é preciso trazer esses valores a valor presente. Esse cálculo é feito utilizando a seguinte fórmula:

$$VP = VF / (1+i)^n$$

Onde,

VP= Valor presente dos fluxos descontados;

VF= Valor futuro estimado no período projetivo;

i = taxa de desconto;

n = período;

3.2.8- Perpetuidade

No fluxo de caixa, se considera a perpetuidade quando a empresa se encontra em um estágio de maturidade, no qual é considerado uma taxa de crescimento constante. A perpetuidade pode ser calculada conforme o modelo de Gordon a seguir:

$$P = FC * (1+g) / (i-g)$$

No qual,

P= Perpetuidade;

FC= Fluxo de Caixa;

g = taxa de crescimento na perpetuidade;

i = taxa de desconto.

3.2.9- Conversão de Câmbio

Como serão utilizados dados financeiros americanos, será necessário fazer a conversão dos valores de dólar (U\$) para real (R\$). A fórmula utilizada para a conversão é a seguinte:

$$(1+KR\$) / (1+ \text{inflação R\$}) = (1+K \text{ USD}) / (1+\text{inflação USD})$$

4. APLICAÇÃO

4.1- Setor e Empresa

O setor varejista brasileiro é o maior gerador de empregos formais do país e possui um comportamento bastante elástico com relação à economia. Segundo o IBGE, o varejo vem sendo afetado pela crise econômica que diminuiu o poder de compras dos brasileiros, devido ao desemprego, alta da inflação e menor oferta de créditos.

No Brasil, além dos empregos formais, os informais possuem grande peso para a economia visto que com a crise econômica o número de desemprego chegou a atingir 12,7 milhões de brasileiros, fazendo o emprego informal superar o formal pela primeira vez em 2017. Com essa recuperação, a população consumiu 1,4% a mais em 2017, rompendo a sequência de retração de nove trimestres de queda.

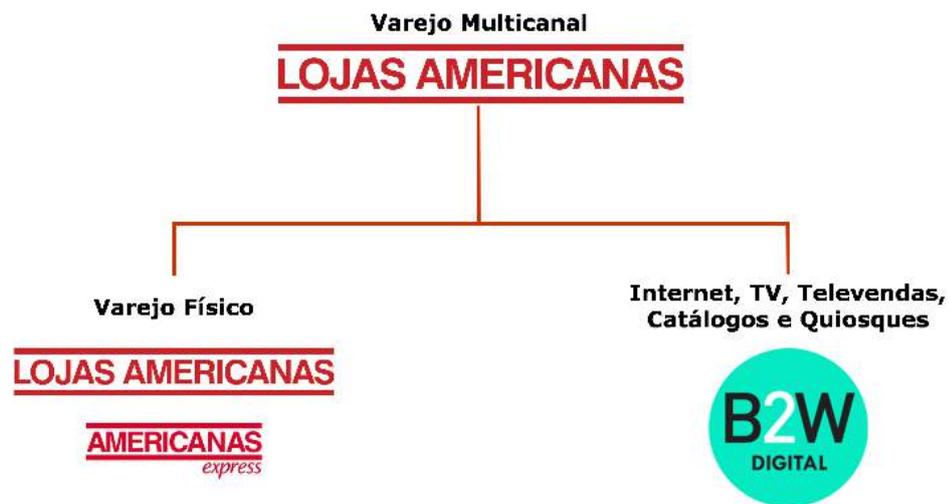
Segundo o Instituto para Desenvolvimento do Varejo (“IDV”), em 2018, as vendas no setor cresceram 3,2% em janeiro e 1,3% em fevereiro, na comparação com os mesmos meses de 2017, e suas projeções de crescimento para o ano de 2018 é de 3,9% e para 2019 de 5,8%. Os maiores desafios são como se tornar competitivo em um cenário cada vez mais inovador e tecnológico e como fidelizar clientes cada vez mais exigentes, assim como conseguir criar mais canais de relacionamento com os consumidores. Segundo o coordenador da área de MBA da Universidade Positivo (UP), Jorge Biff Neto, os fatores que mais contribuíram para sinais positivos da economia foram os atos do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), a queda de juros, o controle da inflação e as mudanças trabalhistas.

Nesse cenário, o varejo online vem se destacando cada vez mais por atrair consumidores de forma rápida e com maior conforto e comodidade. De acordo com o relatório E-bit, plataforma que acompanha a evolução do varejo digital do país, na primeira metade de 2017 o cenário de leve recuperação econômica ajudou o comércio eletrônico a atingir melhores patamares com crescimento de 3,9% de volume de compras, comparando com o mesmo período dos dois anos anteriores.

A Lojas Americanas S.A. (“Companhia”), foi criada em 1929 na cidade de Niterói, Rio de Janeiro, e se tornou uma das maiores empresas de varejo da América Latina. Ela conta um portfólio de mais de 60 mil itens como alimentos, brinquedos, utensílios domésticos, eletrônicos entre outros, possuindo mais de 2 mil fornecedores.

A Companhia possui uma estrutura multicanal com lojas físicas e uma plataforma digital, a B2W Digital (“Empresa”), para atingir seus clientes rapidamente através da internet, TV, catálogos e televidas. A B2W possui as marcas Americanas.com, Submarino, Shoptime e SouBarato, todas com a característica de vendas online. Além disso, a Empresa fornece serviços de tecnologia, logística, distribuição, atendimento ao cliente e pagamentos.

Figura 1- Estrutura das Lojas Americanas



Fonte: http://hotsites.lasa.com.br/relatorioanual2014/?page_id=69

A B2W ganha receita através da venda de serviços e produtos próprios e através do *marketplace*, ou seja, funciona como uma vitrine virtual para que outras empresas vendam seus produtos. Segundo o site E-commerce News, o mercado do varejo on-line está em crescimento e avança mesmo em momentos em que a economia está em retração, pois cada vez mais há demanda de consumidores em lojas virtuais, que por sua vez, também têm uma necessidade crescente de ampliar sua oferta.

Tabela 1 – Estrutura Acionária da B2W

Acionistas	Número de Ações	(%) Total
Lojas Americanas	281.261.673	61,90%
FMR LLC	27.100.144	5,97%
Macquarie Group Limited	25.332.805	5,58%
Outros	120.029.059	26,45%
Total de ações	453.723.681	100%

Fonte: <https://ri.b2w.digital/governanca-corporativa/estrutura-acionaria>

4.2- Informações históricas

As informações históricas dos anos de 2014 a 2017 foram retiradas do site da B2W e estão dispostas a seguir:

Tabela 2- Demonstração dos Resultados

Demonstração de Resultados				
(em milhões de reais)	Consolidado			
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Gross Merchandise Volume (GMV)	12.839	1.458	11.266	9.179
Receita Bruta de Vendas e Serviços	8.764	10.520	10.510	9.095
Imposto sobre vendas e serviços	-1.643	-1.919	-1.496	-1.131
Receita Líquida de vendas e serviços	7.121	8.601	9.014	7.964
Custo das mercadorias e serviços prestados	-5.352	-6.524	-6.903	-6.035
Lucro bruto	1.769	2.077	2.111	1.929
Despesas operacionais	-1.149	-1.389	-1.501	-1.373
Depreciação e amortização	-333	-292	-240	-148
Resultado operacional antes do resultado financeiro e da equivalência patrimonial	288	396	370	408
Resultado financeiro líquido	-869	-1.084	-818	-651
Resultado líquido	-411	-486	-275	-163

Fonte: <https://ri.b2w.digital/informacoes-aos-investidores/relatorios-anuais>

Tabela 3- Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial - B2W				
(em milhões de reais)	Consolidado			
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
ATIVO				
Circulante				
Caixa e bancos	1.470	224	329	195
Títulos e valores imobiliários	2.987	1.743	2.239	1.316
Contas a receber de clientes	415	689	858	898
Estoques	1.207	1.541	1.426	1.366
Impostos a recuperar	398	441	206	146
Despesas antecipadas e outros	483	298	199	107
Total do Ativo Circulante	6.960	4.936	5.258	4.028
Não Circulante				
Imposto de renda e contribuição social diferidos	954	723	474	505
Impostos a recuperar	1.142	1.068	873	520
Depósitos judiciais e outros créditos a receber	111	91	95	37
Imobilizado	470	538	566	474
Intangível	2.987	2.885	2.683	2.071
Total do Ativo não Circulante	5.664	5.305	4.691	3.607
TOTAL DO ATIVO	12.623	10.241	9.948	7.635

Balço Patrimonial - B2W				
(em milhões de reais)	Consolidado			
	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
PASSIVO				
Circulante				
Fornecedores	1.767	2.108	2.201	2.145
Empréstimos e financiamentos	1.564	526	555	575
Debêntures	0,3	1	-	-
Salários, provisões e contribuições sociais	52	65	70	66
Tributos a recolher	51	68	65	35
Imposto de renda e contribuição social	6	5	-	-
Outras obrigações	257	346	372	287
Total do Passivo Circulante	3.697	3.119	3.262	3.107
Não Circulante				
Empréstimos e financiamentos	4.478	3.539	3.647	1.135
Debêntures	200	200	0	200
Partes relacionadas	127	82	120	73
Provisões para contingências e outras obrigações	215	223	214	40
Total do Passivo não Circulante	5.020	4.044	3.980	1.448
PATRIMÔNIO LÍQUIDO				
Capital social	5.709	4.483	3.636	3.605
Reservas de capital	52	39	28	13
Ajuste de avaliação patrimonial	(1)	(1)	(0)	(0)
Lucros (prejuízos) acumulados	(1.855)	(1.443)	(957)	(538)
Participação de não controladores	(0)	0	0	-
Total do Patrimônio Líquido	3.906	3.078	2.706	3.079
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	12.623	10.241	9.948	7.635

Fonte: <https://ri.b2w.digital/informacoes-aos-investidores/relatorios-anuais>

Tabela 4- Informações do Fluxo de Caixa

Informações do Fluxo de Caixa				
(em milhões de reais)	2014	2015	2016	2017
Depreciação	(148)	(240)	(292)	(333)
Investimento	(812)	(808)	(459)	(379)

Fonte: <https://ri.b2w.digital/informacoes-aos-investidores/releases-de-resultados?>

4.3- Valuation B2W

Ao longo dessa monografia, foram expostos os principais pontos necessários para se fazer um *valuation*, que juntamente com as informações financeiras dispostas em sites especializados e as Demonstrações de Resultado adquiridas no site da empresa, foram suficientes para determinar o valor presente da empresa B2W. Para a validação do valor encontrado, será considerado a razoabilidade de diferença de 10% para mais ou para menos.

Foi feito o cálculo a partir dos valores históricos dos anos de 2014 a 2017 e considerando a realidade econômica e política do Brasil, bem como o setor de varejo. A partir desses valores,

foi realizada uma projeção de 6 anos mais perpetuidade utilizando premissas comumente usadas no mercado para calcular depreciação, capital de giro e taxa de desconto, que serão explicadas a seguir.

4.3.1- Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

Foram consideradas os valores históricos das DREs de 2014 e 2017 como base para esse estudo e para os 6 anos projetivos foram consideradas algumas premissas de crescimento utilizadas no mercado. A partir dos estudos de melhora de desenvolvimento no setor de varejo, principalmente no setor de varejo online, para a receita dos dois primeiros anos foi considerado esse crescimento, que considera o PIB mais a inflação. Enquanto que para os anos seguintes, foi considerado inflação + PIB na seguinte fórmula $Receita \text{ ano anterior } * (1 + (IPCA + Crescimento(ou PIB)))$ para os seguintes crescimento:

2018: Inflação + 3,9% (Projeção do crescimento do varejo para 2018 segundo Focus (09/03/2018) e Bancos (fevereiro/2018))

2019: Inflação + 5,8% (Projeção do crescimento do varejo para 2019 segundo Focus (09/03/2018) e Bancos (fevereiro/2018))

2020 até 2023: Inflação + PIB

Para as deduções, foi considerado uma alíquota de 18% considerando os valores das alíquotas históricas, já para os custos e despesas, o cálculo foi feito de acordo com a margem EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization / Vendas Líquidas*). Foi considerado um crescimento gradual por ano, a partir da margem EBITDA de 2017 da B2W no valor de 8,7%, até atingir a média das margens das empresas comparáveis para o ano de 2017, que resultou em 16,8% de acordo com a tabela abaixo:

Tabela 5- Margem EBITDA das empresas comparáveis:

Comparáveis	Margem EBITDA
Lojas Americanas S.A.	20,0%
Cia Hering	16,70%
Via Varejo	6%
Restoque S.A.	26,80%
Lojas Renner S.A.	22,40%
Magazine Luiza S.A.	8,60%
Média	16,8%

Fonte: Sites das Empresas

Na tabela abaixo consta os valores de apoio e o crescimento anual de margem EBITDA:

Tabela 6- Projeções:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
IPCA	3,96%	4,25%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
PIB	2,70%	2,80%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Crescimento Varejo	3,90%	5,80%	2,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Crescimento Margem EBITDA	0,50%	1,00%	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%

Fontes: BACEN, IDV

Os cálculos da depreciação e capital de giro são explicados nesse capítulo. Segue abaixo a tabela da DRE projetada:

Tabela 7- DRE Projetada:

DRE projetada											
R\$ 000	2014 H	2015 H	2016 H	2017 H	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	Perp.
Receita bruta	9.095	10.509	10.520	8.764	9.452	10.402	11.079	11.799	12.566	13.382	13.918
Deduções	(1.131)	(1.496)	(1.919)	(1.643)	(1.748)	(1.924)	(2.049)	(2.182)	(2.324)	(2.475)	(2.574)
Receita líquida	7.964	9.013	8.601	7.121	7.704	8.479	9.030	9.617	10.242	10.907	11.344
Custos	(6.035)	(6.903)	(6.889)	(5.352)	(5.790)	(6.372)	(6.786)	(7.227)	(7.697)	(8.197)	(8.525)
Lucro bruto	1.929	2.110	1.712	1.769	1.914	2.107	2.244	2.389	2.545	2.710	2.819
Despesas	(1.373)	(1.501)	(1.024)	(1.149)	(1.205)	(1.284)	(1.277)	(1.167)	(1.038)	(888)	(923)
EBITDA	556	610	688	620	709	823	967	1.222	1.506	1.823	1.895
Margem EBITDA	7,0%	6,8%	8,0%	8,7%	9,2%	9,7%	10,7%	12,7%	14,7%	16,7%	16,7%
Depreciação	(148)	(240)	(292)	(333)	(445)	(491)	(508)	(533)	(588)	(608)	(601)
EBIT	408	370	361	248	265	332	459	689	918	1.214	1.294

Fonte: Demonstrações Financeiras do site da B2W e autora

4.3.2- Beta (β) e D/E

Para o beta (β) desalavancado, foram consideradas algumas empresas comparáveis no terminal da Bloomberg que apresentassem as mesmas características da empresa B2W como margem EBITDA e Market Cap (*Market Capitalization*). As empresas selecionadas foram Lojas Americanas, Hering, Lojas Renner, Magazine Luiza e Lojas Marisa. O terminal da Bloomberg fornece os valores dos betas referentes a 2 anos a partir da data base de 31/12/2017.

Para o cálculo do D/E, que é a relação de dívida sobre o capital próprio, foi considerado o *Market Cap* da B2W na data base de 31/12/2017 no valor de R\$ 11.674 milhões como Equity e a soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo menos os valores de caixa e bancos resultou no valor da dívida:

D: $6.042 - 1.470 = 4572$

E: 11.674

D/E: 39,2%

Para o cálculo do beta alavancado, foi considerado o beta médio das empresas comparáveis (0,79), D/E (39,2%) e a alíquota de impostos de 34% na seguinte fórmula:

$$0,79 * (1 + (39,2% * (1 - 34%))) = 1$$

4.3.3- Taxa Livre de Risco (rf), Prêmio de Risco de Mercado e Risco País

Como taxa livre de risco possui pré-requisitos não ter risco de *default* nem de reinvestimento, foi considerado a média de 2 anos do T-Bond 30 anos americano, retirado do terminal do Bloomberg, no valor de 2,75%. Esse valor de T-Bond corresponde às obrigações de dívidas de 30 anos emitidas pelo governo americano, comumente usado por ser uma variável madura e livre de risco. Já que foi utilizado um fluxo perpétuo, esse T-Bond é o mais adequado por ter longa duração.

Como foi utilizado uma taxa livre de risco, os investidores exigem que a taxa seja exposta ao risco para poder investir, devido ao risco inerente do mercado de capitais. Por isso foi utilizado um prêmio de Risco de Mercado referente ao mercado americano no valor do Spread de 4,8%, retirado do site do Damodaran.

Empresa avaliada está no Brasil e por isso preciso adicionar um prêmio adicional que traga o valor para a realidade econômica do país. Foi utilizado um Spread, ou seja, a diferença entre a Taxa Livre de Risco do T-Bond 30 anos e o título de longo prazo do Brasil, foi utilizado a média de 2 anos do Global 37, que resultou no valor de 3,40.

4.3.4-Custo do Capital Próprio

Para o cálculo do Custo de Capital Próprio, foi calculado o CAPM em dólar utilizando os valores citados anteriormente nesse capítulo, através da fórmula:

$$\text{Risk Free} + (\text{beta} * \text{prêmio risco de mercado}) + \text{prêmio risco país}$$

Quando colocamos os valores das variáveis já conhecidas a fórmula fica:

$$2,7\%+(1*4,8\%)+3,4\%=10,9\%$$

Em seguida, foi calculado o custo de capital em reais utilizando a taxa de inflação americana de 1,9% e posteriormente aplicando a inflação brasileira de 4,0%:

$$\text{CAPM US\$}: (1+10,9\%)/(1+1,9\%)-1=8,8\%$$

$$\text{CAPM R\$}: (1+8,8\%)*(1+4,0\%)-1=13,2\%$$

4.3.5- Estrutura de Capital

A estrutura de capital foi calculada a partir da estrutura de D/E da B2W na data base de 31/12/2017, cujo valor resultou em 39,2%. A partir desse valor, aplicamos a fórmula $1/(1+39,2\%)$ para calcular o valor da % Capital Próprio (71,9%) e em seguida $1 - \% \text{Capital Próprio}$ para encontrar no valor da % Capital de Terceiros (28,1%).

4.3.6- Custo do Capital de Terceiros

O Custo de Capital de Terceiros foi calculado baseado nas informações das Demonstrações Financeiras sobre empréstimos e financiamentos de data base 31/12/2017. A partir dos valores dos empréstimos, dos encargos anuais e do indexador foi calculado o custo da dívida utilizando a soma dos valores contratados multiplicados pelas taxas efetivas e dividido pela soma dos valores das dívidas. As taxas efetivas foram calculadas a partir das taxas dos indexadores, CDI ou TJLP, retiradas do sistema de expectativas do BACEN e dos encargos anuais, aplicadas na seguinte fórmula:

$$(1+\text{Encargos anuais}) * \text{Taxa do Indexador}$$

As taxas dos indexadores, retiradas do sistema de expectativas do BACEN com informações da data base 31/12/2017, correspondendo aos valores 8% para CDI e 7% de TJLP. Esses valores, foram aplicados na fórmula $(1 + \text{encargos anuais}) * \text{taxa do indexador}$ para calcular a taxa efetiva do custo da dívida. Em seguida, foi feito a soma dos produtos das taxas pelos valores contratados das dívidas correspondentes e dividido pela soma do valor total da dívida, resultando na taxa de 8,41%, em termos reais.

Tabela 8- Cálculo do custo da dívida:

Cálculo do custo da dívida						
Objetivo	Valor contratado	Encargos anuais	Indexador	Taxa do indexador	Taxa efetiva	
Capital de giro	3.960.801	11,0%	CDI	8,0%	8,9%	
BNDES (i)	272.474	3,3%	TJLP	7,0%	10,3%	
BNDES (i)	390.387	2,9%	CDI	8,0%	10,9%	
BNDES (i)	13.824	6,0%		0,0%	6,0%	
FINEP (v)	170.134	4,0%		0,0%	4,0%	
FINEP (v)	43.238	3,3%	TJLP	7,0%	10,3%	
Quotas FIDC (iv)	334.963	8,0%	CDI	8,0%	8,6%	
Capital de giro (ii)	965.009	5,5%		0,0%	5,5%	
Operações de swap (ii)	63.373	21,5%	CDI	8,0%	9,7%	
Custo médio	8,41%					

Fonte: Demonstrações Financeiras 2017 B2W e Autora

4.3.7- Cálculo do WACC

Depois de calculadas as demais variáveis, foi feito o cálculo da taxa de desconto considerando a alíquota de imposto real de 34%, sendo 25% para Imposto de Renda e 9% para CSLL resultando na fórmula a seguir:

$$71,9\% * 13,02\% + 28,1\% * (8,41\% * (1 - 34\%)) = 11,03\%$$

4.3.8- Cálculo do Capital de Giro

A partir das contas de Ativo e Passivo Circulante do Balanço Patrimonial, foi feito o cálculo do Capital de Giro. As contas do ativo utilizadas foram: Contas a Receber, Impostos a Recuperar, Estoques e Despesas Antecipadas. As contas do passivo utilizadas foram: Contas a Pagar, Obrigações Trabalhistas, Obrigações Tributárias e Outras Despesas de Curto Prazo.

Como contra partida, foram consideradas as seguintes contas da DRE:

Contas a Receber, Impostos a Recuperar, Obrigações Tributárias: Receita;

Estoque: Custos;

Despesas Antecipadas, Contas a Pagar, Obrigações Trabalhistas, Outras Despesas de Curto Prazo: Custos + Despesas;

Tabela 9- Capital de Giro

Capital de Giro			
(em milhões de reais)	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Ativo Circulante			
Contas a receber	858	689	415
Impostos a recuperar	206	441	398
Estoques	1.426	1.541	1.207
Despesas antecipadas	199	298	483
Total	2.689	2.970	2.503
Passivo Circulante			
Contas a pagar	2.201	2.108	1.767
Obrigações trabalhistas	70	65	52
Obrigações tributárias	65	74	57
Outras despesas de curto prazo	372	346	257
Total	2.708	2.593	2.133

Fonte: Demonstrações Financeiras 2017 B2W

Primeiro foi feito a soma dos valores do ativo dos anos históricos de 2015 a 2017, que resultou em 2.517 para 2014, 2.689 para 2015, 2.970 para 2016 e 2.503 para 2017. Em seguida, somou-se os valores do passivo que resultou em 2.533 para 2014, 2.708 para 2015, 2.593 para 2016 e 2.133 para 2017.

Tabela 10- Necessidade de capital de Giro:

Necessidade de capital de giro				
(em milhões de reais)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Total de usos	(2.517)	(2.689)	(2.970)	(2.503)
Total de fontes	2.533	2.708	2.593	2.133
Necessidade de capital de giro	16	19	(377)	(369)
Variação da necessidade de capital de giro	-	2	(396)	8

Fonte: Autora

Para calcular o capital de giro, é feito o total de ativos menos o total de passivos do ano correspondente. Assim, a necessidade de capital de giro é o inverso desse valor, por que é quanto a empresa precisa de caixa para aquele exercício. Então:

Capital de giro de 2017: $2.970 - 2.593 = 377$; Necessidade de Capital de Giro = -377

Capital de giro de 2016: $2.503 - 2.133 = 369$; Necessidade de Capital de Giro = -369

Capital de giro de 2015: $2.689 - 2.708 = -19$; Necessidade de Capital de Giro = 19

Capital de giro de 2014: $2.517 - 2.533 = -16$; Necessidade de Capital de Giro = 16

Para as projeções dos dias de giro, feita a média dos dias de 2014 a 2017 que foram calculados da seguinte maneira:

Conta do ativo ou passivo/ Conta correspondente da DRE * 360 (dias do ano)

Tabela 11- Dias de Giro:

Dias de giro					
Dias de usos	2014	2015	2016	2017	Média
Dias de contas a receber	36	29	24	17	26
Dias de impostos a recuperar	6	7	15	16	11
Dias de estoques	81	74	81	81	79
Dias de despesas antecipadas	5	9	14	27	13
Dias de fontes					
Dias de contas a pagar	92	94	96	98	95
Dias de obrigações trabalhistas	3	3	3	3	3
Dias de obrigações tributárias	1	2	3	2	2
Dias de outras despesas de curto prazo	12	16	16	14	15

Fonte: Autora

O cálculo dos seguintes anos projetivos foi feito da seguinte maneira:

Média dos dias projetada/360* Conta correspondente da DRE projetada

Tabela 12- Variação da necessidade de capital de giro:

Variação da necessidade de capital de giro												
(em milhões de reais)	2014 H	2015 H	2016 H	2017 H	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	Perp.	
Total de usos	(2.517)	(2.689)	(2.970)	(2.503)	(2.520)	(2.772)	(2.948)	(3.133)	(3.329)	(3.537)	(3.679)	
Total de fontes	2.533	2.708	2.593	2.133	2.240	2.452	2.584	2.691	2.802	2.916	3.033	
Necessidade de capital de giro	16	19	(377)	(369)	(279)	(319)	(365)	(442)	(527)	(621)	(646)	
Variação da necessidade de capital de giro	-	2	(396)	8	90	(40)	(46)	(77)	(85)	(94)	(25)	

Fonte: Autora

4.3.9- Cálculo da Depreciação

O cálculo da depreciação dos ativos existentes foi baseado nas contas de ativo imobilizado e intangível, na depreciação e amortização acumuladas e taxas de depreciação do Balanço Patrimonial. Em seguida, foi aplicada a fórmula de Excel que seleciona o mínimo entre a taxa de depreciação multiplicada pelo valor do ativo na data base e o valor do ativo na data base subtraído pela depreciação acumulada.

Para os novos investimentos, foi considerado um valor igual à depreciação total para que na perpetuidade não ocorra a depreciação maior que o capex resultando em ativo

imobilizado negativo. Por isso, para a depreciação dos novos ativos, que seriam os investimentos, foi realizado referência circular considerando os valores de capex + depreciação.

Tabela 13- Taxas de Depreciação de 2017:

Taxas de Depreciação	
Intangível	
Uso de software	20%
Uso de lavra	8%
Desenvolvimento de software e sistemas	8,60%
Licença de uso	5,26%
Imobilizado	
Instalações/móveis/utensílios	10,08%
Máquinas e equipamentos de informática	11,17%
Benfeitorias	10%
Bens para locação	33%
Veículos	20%

Fonte: Demonstrações Financeiras de 2017 B2W

Tabela 14- Depreciação:

Depreciação									
(em milhões de reais)	Taxa	Ativo/capex	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	Perp.
Ativos existentes									
Ativo 1	10,1%	127	13	13	13	13	13	3	-
Depreciação acumulada		(60)	73	86	98	111	124	127	127
Ativo 2	11,2%	566	63	63	63	63	63	34	-
Depreciação acumulada		(216)	279	342	406	469	532	566	566
Ativo 3	10,0%	23	-	-	-	-	-	-	-
Depreciação acumulada		(36)	36	36	36	36	36	36	36
Ativo 4	33,0%	27	0	-	-	-	-	-	-
Depreciação acumulada		(27)	27	27	27	27	27	27	27
Ativo 5	20,0%	7	0	-	-	-	-	-	-
Depreciação acumulada		(7)	7	7	7	7	7	7	7
Ativo 6	20,0%	289	58	58	26	-	-	-	-
Depreciação acumulada		(148)	206	264	289	289	289	289	289
Ativo 7	8,0%	17	1	1	1	1	1	1	1
Depreciação acumulada		(6)	8	9	10	12	13	14	16
Ativo 8	8,6%	3.329	286	286	286	286	286	286	286
Depreciação acumulada		(974)	1.260	1.546	1.833	2.119	2.405	2.691	2.978
Ativo 9	5,3%	21	1	1	1	1	-	-	-
Depreciação acumulada		(17)	18	19	20	21	21	21	21
Depreciação dos ativos existentes			423	423	391	364	364	325	288
Novos ativos									
Novos investimentos	9,9%	Capex							
2018	9,9%	445	22	44	44	44	44	44	44
Depreciação acumulada			22	66	110	154	198	242	286
2019	9,9%	491		24	49	49	49	49	49
Depreciação acumulada				24	73	121	170	218	267
2020	9,9%	508			25	50	50	50	50
Depreciação acumulada					25	75	126	176	226
2021	9,9%	533				26	53	53	53
Depreciação acumulada						26	79	132	184
2022	9,9%	588					29	58	58
Depreciação acumulada							29	87	145
2023	9,9%	608						30	60
Depreciação acumulada								30	90
Depreciação dos ativos novos			22	68	118	169	224	284	314
Depreciação total anual			445	491	508	533	588	608	601

Fonte: Demonstrações Financeiras de 2017 B2W e Autora

4.3.10- Fluxo de Caixa

O Fluxo de Caixa da Firma foi calculado para os anos projetivos e para a perpetuidade na seguinte ordem: EBIT + IR e CS + depreciação – variação da necessidade de capital de giro - capex que foi igualado à depreciação.

Tabela 15- Fluxo de caixa da firma:

Fluxo de caixa da firma							
(em milhões de reais)	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	Perpetuidade
EBIT	265	332	459	689	918	1.214	1.294
IR e CS (34%)	(90)	(113)	(156)	(234)	(312)	(413)	(440)
Depreciação	445	491	508	533	588	608	601
Variação da necessidade de capital de giro	90	(40)	(46)	(77)	(85)	(94)	(25)
Capex	(445)	(491)	(508)	(533)	(588)	(608)	(601)
Fluxo de caixa da firma	264	180	257	378	521	707	829

Fonte: Autora

4.3.11- Cálculo do Valor Presente

Para trazer a valor presente os valores do fluxo de caixa, utilizamos a taxa WACC calculada e o período de desconto para calcular o fator de desconto:

$$1 / (1 + WACC)^{\text{Período de desconto}}$$

$$\text{Em números: } 1 / (1 + 11,03\%)^{0,5}$$

Tabela 16- Fluxo de caixa descontado:

Fluxo de caixa da firma							
(em milhões de reais)	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	Perpetuidade
Fluxo de caixa da firma	264	180	257	378	521	707	829
Fator de desconto							
Taxa de desconto	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Período de desconto	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	
Fator de desconto	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	
Fluxo de caixa descontado	251	153	198	262	325	398	

Fonte: Autora

4.3.12- Perpetuidade

Para a projeção, foi considerado 6 anos projetivos mais a perpetuidade. No cálculo do valor justo da B2W, foi considerado perpetuidade pois a Empresa possui um nível de maturidade alto e não possui vida útil definida, como acontece em casos de ativo fixo.

Nesse estudo, foi considerado um crescimento **g** na perpetuidade correspondente ao valor de 4%. Esse valor foi determinado por estar próximo à inflação projetada de 2021, presente no Sistema de Expectativas do Banco Central.

Para o cálculo da perpetuidade, se considerou o valor futuro do fluxo de caixa na perpetuidade, a taxa de desconto (WACC) e a taxa de crescimento **g** na seguinte fórmula:

$$829/(11,03\% - 4\%)= 11.797$$

Em seguida, aplicou-se o fator de desconto do último ano da projeção:

$$11.797 * 0,6 = 6.635$$

Tabela 17- Perpetuidade:

Perpetuidade	
(em milhões de reais)	
Fluxo de caixa na perpetuidade	829
<i>Taxa de desconto</i>	11,0%
<i>Taxa de crescimento na perpetuidade</i>	4,0%
Perpetuidade	11.797
Fator de desconto	0,6
Valor presente da perpetuidade	6.635

Fonte: Autora

4.3.13- Ajustes de *Equity Value*

Como o *valuation* de uma empresa parte do Balanço Patrimonial da mesma, todas as contas presentes nele impactam o valor final. Por isso, deve-se acrescentar as contas que não foram consideradas no capital de giro como ajustes para se chegar no *Equity Value*. São eles:

Tabela 18- Ajustes de *Equity Value*:

Ajustes	
(em milhões de reais)	2017
Ativo	
Caixa e bancos	1.470
Títulos e valores imobiliários	2.987
Imposto de renda e contribuição social diferidos	954
Impostos a recuperar	1.142
Depósitos judiciais e outros créditos a receber	111
Passivo	
Empréstimos e financiamentos	(6.042)
Debêntures	(200)
Partes relacionadas	(127)
Provisões para contingências e outras obrigações	(215)
Total	79

Fonte: Balanço Patrimonial de 2017 B2W

4.3.14- Valor justo da B2W

Considerando os cálculos supracitados, as premissas adotadas e a realidade do mercado varejista no Brasil, o valor da empresa na data base de 31/12/2017 foi de R\$8.302 MM, correspondente à soma dos valores presentes do fluxo de caixa e o valor presente da perpetuidade.

Tabela 19- Valor justo B2W:

Valor justo B2W	
Valor presente dos fluxos descontados	1.588
Valor presente da perpetuidade	6.635
Soma dos valores presentes	8.222
Ajustes	79
Valor justo	8.302

Fonte: Autora

A fórmula utilizada para calcular o valor por ação é:

Valor Justo da Empresa / Número de Ações:

$$8.302/453 = \text{R\$ } 18,33 \text{ por ação}$$

Esse valor está em linha com o valor da ação retirada do site da Fundamentus em 2018 referente a dezembro de 2017, cujo valor era de R\$19,44 e hoje varia entre R\$23 e R\$26.

Figura 2- Preço das ações da B2W



Fonte: Site Fundamentus

Para a perpetuidade, foi considerado um crescimento conservador de 4%, em linha com a inflação, e sem ganho de margem EBITDA. Para os novos investimentos, capex de construção, foi considerado os valores da depreciação dos ativos existentes a uma taxa média de 9,9%, considerando que a Empresa irá investir em novos ativos. O crescimento da empresa está em linha com o crescimento das empresas comparáveis e com as estimativas de melhorias do setor de varejo.

Além dos fatores macroeconômicos, segundo a Administração da Empresa, a B2W terá como foco para os próximos anos acelerar o crescimento de suas receitas, por meio do crescimento exponencial do Marketplace, representando pelo menos 50% do total, seguir atraindo e desenvolvendo profissionais talentosos e eficientes, desenvolver novas frentes de negócios e continuar buscando gerar caixa no curto prazo, a fim de tornar a B2W autossustentável.

5. CONCLUSÃO

A partir das fórmulas e explicações dos capítulos anteriores, foi calculado o valor justo da B2W para a data base de 31/12/2017 resultando no valor de R\$ 8.302 MM, trazidos a valor presente pela taxa WACC de 11,03% a partir do custo de capital próprio de 71,9% e custo da dívida de 28,1%.

Foram adotadas premissas baseadas em fatores macroeconômicos, como inflação, pib, crescimento do setor de varejo e varejo online, para a receita, custos e perpetuidade. Além disso, foi feito o recálculo, baseados em práticas de mercado, da depreciação, variação do capital de giro e capex. Depois de apurados os valores, chegou-se ao valor de R\$18,33 por ação, que se encontra em linha com o valor de R\$19,44 por ação cotados na bolsa.

A B2W é uma Empresa gigante do ramo do varejo que possui a característica de ser digital e estar presente em vários segmentos das vidas dos brasileiros. A Empresa vem crescendo cada vez mais, tendo muitos planos de desenvolvimento para o futuro, o que embasa o crescimento de margem EBITDA para os próximos anos. O segmento de varejo é de suma importância no sentido de competitividade e de necessidade, já que é o que mais emprega pessoas no país, e o mercado digital cresce em ritmo exponencial a medida que as pessoas têm mais acesso à informação.

Importante salientar, que essa monografia está embasada pelo cálculo do Fluxo de Caixa Descontado, mostrando passo a passo, suas características e limitações, além da comparação de informações financeiras entre empresas comparáveis. Cabe ressaltar que se trata de um trabalho acadêmico, sem refletir uma opinião de investimento. O método de Valuation, apresenta muitas informações que podem ou não ser usadas e premissas que podem ser consideradas subjetivas, por isso a proximidade do valor, tendo a razoabilidade de 10% de diferença para mais ou para menos, é aceita no mercado.

6. BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2003.

CARVALHO, H. Risco país (EMBI + Brasil) – Definição e Dados Históricos. HC investimentos, 2011.

COUTO JUNIOR, G.C.; GALDI, F.C. Avaliação de Empresas por Múltiplos Aplicados em Empresas Agrupadas com Análise de Cluster. Rev. Adm. Mackenzie, 2012.

DAMODARAN, A. Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2002.

DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2nd Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2006, p.52 .

Demonstrações Financeiras Cia. Hering 2017. Disponível em:
<http://hering.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=1f9CTbqShhJ3IjTmRR8m5A> Acesso em 02 de junho de 2018

Demonstrações Financeiras Lojas Americanas S.A. 2017. Disponível em:
<https://ri.lasa.com.br/informacoes-financeiras/relatorios-anuais-trimestrais/4t17-relatorio>
Acesso em 02 de junho de 2018

Demonstrações Financeiras Lojas Renner S.A. 2017. Disponível em:
http://lojasrenner.mzweb.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=55261&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017 Acesso em 02 de junho de 2018

Demonstrações Financeiras Magazine Luiza S.A. 2017. Disponível em:
<https://ri.magazineluiza.com.br/ListResultados/Central-de-Resultados?=0WX0bwP76pYcZvx+vXUvng> Acesso em 02 de junho de 2018

Demonstrações Financeiras Restoque S.A. 2017: Disponível em:
http://www.restoque.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=41540 Acesso em 02 de junho de 2018

Demonstrações Financeiras Via Varejo S.A. 2017. Disponível em:
http://ri.viavarejo.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53010&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017 Acesso em 02 de junho de 2018

FILGUEIRAS, D. Vale a pena vender em marketplaces?. E- Commerce News, 2018.

Instituto para Desenvolvimento do Varejo Disponível em: <http://www.idv.org.br/>

Acesso em Abril de 2018.

LINTER, J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistic. 1965, p. 47.

MARTELANC, R et al. Utilização de Metodologias de Avaliação de empresas: Resultados de uma pesquisa no Brasil. São Paulo, 2005. Disponível em sistema.semead.com.br/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf

MOSSIN, J. Equilibrium in a Capital Asset Market. Econometrica, 1966, p. 768- 783.

NASCIMENTO, F. A. Avaliação de Investimentos em Tecnologia da Informação: Uma perspectiva de opções reais. Rio de Janeiro: PUC- RIO 2005. Cap 2. p. 19.

NUNES, D. Consumo das famílias pode ser alívio para o PIB em 2017. Carta Capital, 2017.

NUNES, D. No Brasil, trabalho informal é a nova regra. Carta Capital, 2018.

Página da internet do Banco Central do Brasil. Disponível em:

<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>. Acesso em

Março de 2018.

Página na internet do Fundamentus. Disponível em:

<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php>. Acesso em 02 de junho de 2018

SCHREINER, A.; SPREMANN, K. Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Markets. August 13, 2007. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957352

Relatório E-bit Balanço -2017_ Disponível em:

https://www.emis.com/php/search/docpdf?pc=BR&sv=EMIS&doc_id=613439421&format=xls. Acesso em 10 de março de 2018.

Relatório E-bit 1 Semestre -2017_ Disponível em:

https://www.emis.com/php/search/docpdf?pc=BR&sv=EMIS&doc_id=590497771&format=xls Acesso em 10 de março de 2018.

SER. O modelo de desconto de dividendos – Introdução. Disponível em:
http://www.fundamentus.com.br/pagina_do_ser/modelodedescontodedividendos.htm. Acesso
em 01 de março de 2018

SHARPE, W.F. Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under
Conditions of Risk. The Journal of Finance. 1964, p. 425-442.

TREYNOR, J. L. Market Value , Time, and Risk. 1961, p.95-209

Varejo: Varejo deve ter retomada em 2018. IN Agency Industry News, 2018.