



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036**Vol. 13, n. 1, Jan./Jun, 2021**Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente><http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 21.12.2019. Revisado por pares em: 10.03.2020. Reformulado em: 07.04.2020. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2021v13n1ID19563

Qual é o valor da empresa? O caso de valuation da empresa Magazine Luiza**What is the value of the company? The valuation case of Magazine Luiza****¿Cuál es el valor de la empresa? El caso de valoración de la empresa Magazine Luiza****Autores****Kelly Silva Jacques**

Mestre em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Av. João Naves de Ávila, 2121, campus Santa Mônica, Uberlândia-MG. (34) 3291-5904. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0298-7692>Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8117222157895192>E-mail: kelly.silva@ufu.br**Vivian Duarte Couto Fernandes**

Doutora em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN, Av. João Naves de Ávila, 2121, bloco 1F, sala 216, campus Santa Mônica, Uberlândia-MG (34) 3239-4466. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4046-5577>Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4039602362401114>E-mail: vivian@ufu.br**Lísia de Melo Queiroz**

Doutora em Administração de Organizações pela Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - Universidade Federal de Uberlândia – (UFU). UFU/PPGCC: <http://www.ppgcc.facic.ufu.br/recursos-humanos>. Faculdade de Ciências Contábeis. Av. João Naves de Ávila, 2121 - 1F215 - Santa Mônica, Uberlândia - MG, 38400-902. Telefone: (34) 3239-4176. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7237-048X>Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7190117130140948>E-mail: lisia@ufu.br

Moisés Ferreira da Cunha

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (FEA/USP). Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - Universidade Federal de Goiás. <http://ppgcont.face.ufg.br/p/14378-docentes>. Faculdade de Administração, Ciências Contábeis, Ciências Econômicas. Campus Samambaia, s/nº, 74.690-900, Goiânia-GO. Telefone: (62) 3521-1920. Identificadores (ID):

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-7142-9475>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9314013762582069>

E-mail: moises_cunha@ufg.br

[Caso de ensino em contabilidade publicado no SemeAd 2019 - Fast-Track]

Resumo

Objetivo: A empresa Magazine Luiza, fundada em novembro/1957, ícone do varejo nacional, abriu seu capital em 2011 na B3, com crescimento exponencial na valorização de suas ações. Este caso proporciona os seguintes objetivos pedagógicos: a) promover a análise de problemas, propor e indagar decisões em relação à *valuation*; b) estimular a reflexão entre a teoria que sustenta os propósitos de avaliação e a forma como ela deve ser desenvolvida e aplicada; c) ampliar a capacidade de relacionar os pressupostos teóricos de *valuation* e a sua adequação à realidade.

Metodologia: As Demonstrações Contábeis foram extraídas do site da empresa MGL, na Economática® e no site da B3. Também foi utilizada a base de dados do professor Damodaran. Destaca-se que os dados são reais, porém, em contrapartida, considera-se como situação hipotética a existência da empresa Alpha Varejo e sua proposta de aquisição da empresa Magazine Luiza.

Resultados: Sob o ponto de vista comportamental, permite que estudantes e docente tenham diálogos e discussões saudáveis de modo que haja respeito mútuo às opiniões e ideias divergentes, permitindo a exposição de seus pontos de vista. Estimar o valor da empresa pelos métodos do Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa é uma tarefa complexa, e pode ser considerada como um processo importante para tomada de decisão, principalmente para o acionista da empresa. No uso dos métodos, reside a necessidade de escolhas de premissas adequadas que melhor refletem a realidade da empresa.

Contribuições do Estudo: A realização da atividade proposta, com estudantes de graduação ou pós-graduação na área de negócios em disciplinas voltadas para análise de viabilidade financeira de empresas e *valuation*, contribui para a formação destes estudantes com desenvolvimento de análise crítica e estímulo à discussão na área de finanças.

Palavras-chave: *Valuation*; Magazine Luiza; Fluxo de Caixa Descontado; Avaliação Relativa.

Abstract

Purpose: Magazine Luiza, founded in November 1957, is a national retail icon, went public in 2011 at B3, with exponential growth in the valuation of its shares. This case provides the following pedagogical objectives: a) promote problem analysis, propose and inquire about valuation decisions; b) stimulate reflection between the theory that supports the purposes of evaluation and the way it should be developed and applied; c) expand the ability to relate the theoretical assumptions of valuation and their adequacy to reality.

Methodology: The Financial Statements were extracted from the website of the company, on Economática® and on the website of B3. Professor Damodaran's database was also used. It should be noted that the data are real, however, on the other hand, the existence of the company Alpha Varejo and its proposed acquisition of the company Magazine Luiza are considered as a hypothetical situation.

Results: From a behavioral perspective, it allows students and teachers to have healthy dialogues and discussions so that there is mutual respect for divergent opinions and ideas, allowing the exposure of their points of view. Estimating the value of the company using the Discounted Cash Flow and Relative Valuation methods is a complex task, and can be considered as an important decision-making process, especially for the company's shareholder. In the use of methods, there is the need to choose appropriate premises that best reflect the reality of the company.

Contributions of the Study: The performance of the proposed activity, with undergraduate or graduate students in the business area in disciplines aimed at analyzing the financial viability of companies and valuation, contributes to the training of these students with the development of critical analysis and stimulating discussion in the financial studies.

Keywords: Valuation; Magazine Luiza; Discounted Cash Flow; Relative Evaluation.

Resumen

Objetivo: La empresa Magazine Luiza, fundada en noviembre de 1957, es un ícono minorista nacional, se hizo pública en 2011 en B3, con un crecimiento exponencial en la valoración de sus acciones. Este caso proporciona los siguientes objetivos pedagógicos: a) promover el análisis de problemas, proponer e investigar decisiones en relación con la valoración; b) estimular la reflexión entre la teoría que respalda los propósitos de la evaluación y la forma en que debe desarrollarse y aplicarse; c) ampliar la capacidad de relacionar los supuestos teóricos de la valoración y su adecuación a la realidad.

Metodología: Las demostraciones financieras se extrajeron del sitio web de la empresa, de Economática® y del sitio web de B3. También se utilizó la base de datos del profesor Damodaran. Cabe señalar que los datos son reales, sin embargo, por otro lado, la existencia de la empresa Alpha Varejo y su propuesta de adquisición de la empresa Magazine Luiza se consideran una situación hipotética.

Resultados: Desde un punto de vista conductual, permite a los estudiantes y profesores mantener diálogos y debates saludables para que exista un respeto mutuo por las opiniones e ideas divergentes, lo que permite exponer sus puntos de vista. Estimar el valor de la empresa utilizando los métodos de Flujo de Caja Descontado y Valoración Relativa es una tarea compleja y puede considerarse como un importante proceso de toma de decisiones, especialmente para el accionista de la empresa. En el uso de métodos, existe la necesidad de elegir las premisas apropiadas que mejor reflejen la realidad de la empresa.

Contribuciones del Estudio: El desempeño de la actividad propuesta, con estudiantes de pregrado o posgrado en el área de negocios en disciplinas destinadas a analizar la viabilidad financiera de las empresas y la valoración, contribuye a la capacitación de estos estudiantes con el desarrollo de análisis críticos y una discusión estimulante en el área de finanzas.

Palabras clave: Valoración; Magazine Luiza; Flujo de Caja Descontado; Evaluación Relativa.

1 O Caso da Empresa Magazine Luiza

1.1 Introdução

Estimar o valor de uma empresa é uma tarefa complexa e pode ser considerada como um processo importante para tomada de decisão, principalmente para o acionista da empresa. São diversos os métodos para realização de *valuation* e determinação do valor que melhor se aproxima do valor intrínseco da ação, proposto por diferentes pesquisadores.

O método de Fluxo de Caixa Descontado é considerado um dos métodos de avaliação econômica de empresas mais adequados, aquele com melhor evidência de sucesso, por ponderar os investimentos e suas dívidas. Outro método sugerido para o caso em questão é a Avaliação por Múltiplos, ou chamando também de Avaliação Relativa, que visa uma comparação com empresas consideradas semelhantes. Para ambos os métodos reside à necessidade de escolhas de premissas adequadas que melhor refletem a realidade da empresa.

Para este caso, optou-se por uma empresa do ramo varejista atuante no mercado brasileiro há 60 anos, presente em 16 estados: a empresa Magazine Luiza. Partindo do princípio de que a empresa está ampliando o seu investimento nos últimos anos e faz parte de uma minoria de empresas deste ramo com capital aberto, espera-se obter o valor da empresa mediante utilização dos métodos Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa (Múltiplos).

1.2 Desenvolvendo o Caso

Tudo começou em novembro de 1957 quando o casal Luiza Trajano Donato e Pelegrino José Donato comprou uma pequena loja de departamentos chamada “A Cristaleira”. No mesmo ano, após um concurso cultural da rádio local, os próprios clientes escolheram seu novo nome: Magazine Luiza. Naquela época era difícil imaginar que uma loja com apenas 500 m², localizada no interior de São Paulo, na cidade de Franca, se tornaria ícone do varejo nacional.

Em 1966, além da implementação da primeira sede administrativa, houve a entrada de dois membros para compor o time de sócios da empresa: Wagner Garcia e Maria Trajano Garcia, cunhado e irmã de Dona Luiza. A ampliação da loja para um pouco mais de 5.000m² contou com

uma reinauguração em 1974 e a adição de novos sócios em 1976: Wagner Garcia Júnior, Onofre de Paula Trajano e Luiza Helena Trajano, sendo esta última uma sobrinha do casal empreendedor. No mesmo ano, a empresa adquiriu as Lojas Mercantil nas cidades de Barretos, Igarapava e Franca.

A empresa começa a se entusiasmar com as tendências mercadológicas na década de 1980, sendo uma das pioneiras na implementação de um sistema de computação nas lojas e de sistema automatizado já na inauguração do seu primeiro Centro de Distribuição em Ribeirão Preto. Na mesma década, ultrapassa as fronteiras do estado de São Paulo passando a atuar também no estado de Minas Gerais.

A criação da *Holding LTD* em 1991 representou um grande passo para expansão e desenvolvimento de sua rede. No mesmo ano, Luiza Helena Trajano, após passar toda a sua trajetória trabalhando juntamente com os seus tios, assume o cargo de presidência. Mais adiante outras aquisições marcaram a história da empresa. Em 2003, por exemplo, a holding adquiriu as Lojas Líder em Campinas, Rede Wanel em Sorocaba e criou 60 pontos de venda integrados, adquiriu as Lojas Arno, Lojas Base, Kilar e Madol no Rio Grande do Sul, além de criar lojas nos estados de Santa Catarina e Paraná. Na região Nordeste do país, a holding comprou as Lojas Maia, as Lojas do Baú da Felicidade e Campos Floridos (Época Cosméticos).

Tecnologia e Inovação sempre estiveram aliadas à empresa. Em 1992, a empresa Magazine Luiza adicionou o método de Lojas Virtuais, onde os vendedores apresentam os produtos aos clientes sem necessidade de expor produtos em estoque. Em 1999, criou seu site próprio e abriu uma loja tecnológica que expõe seus produtos de forma interativa no Shopping Iguatemi de Ribeirão Preto, em 2013. Em 2014, criou o LuizaLabs visando uma melhor experiência de compras para seus clientes e, em 2015, lançou um novo aplicativo, o Mobile Vendas, em 180 lojas.

A trajetória do Magazine Luiza também é marcada por parcerias valiosas em seus negócios. Associou-se, em 2001, ao Itaú/Unibanco com a criação da Financeira Luiza Cred. Em 2005, criou a LuizaSeg, uma empresa de seguros hospitalar, odontológico, residencial e de vida em parceria com a Cardif. Em 2006, firmou uma parceria com o Google criando um canal exclusivo no Youtube para demonstração de seus produtos. Luiza Helena Trajano foi eleita presidente (2009-2010) do Instituto para Desenvolvimento do Varejo. Em 2012, fez parceria com a operadora Claro para oferecer promoções e acesso gratuito às redes sociais com o Chip Luiza.

Como resultado desse crescimento expressivo e tendo consolidado grandes investimentos ao longo de sua jornada, em abril de 2011, a empresa varejista brasileira abriu o capital com um total de 22.248.933 (vinte e dois milhões, duzentas e quarenta e oito mil, novecentas e trinta e três) ações ordinárias. Foi deliberado em Conselho que a empresa cumpriria uma meta de estrutura de capital com 40% de capital próprio e 60% de capital de terceiros.

Destas ações 28% estão em circulação ao valor de, aproximadamente, R\$34,00 na bolsa de valores brasileira, B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A empresa fechou o ano de 2015, com 786 lojas espalhadas por todo o território nacional, 9 Centros de Distribuição, 114 lojas virtuais e 1 site próprio de vendas.



Figura 1 Crescimento da Receita Líquida

Fonte: Magazine Luiza (2016).

A taxa de crescimento anual composta (CAGR) da empresa é de 19,30%, desde o ano de 2008. Se for considerado o período após a abertura de capital, o crescimento anual atinge 8,75%. A empresa Magazine Luiza (MGL) é uma empresa nacional com a totalidade de suas transações realizadas no mercado interno. Observa-se que a MGL apresenta crescimento um pouco acima do setor, no ano de abertura de capital e em seu período subsequente, conforme pode ser visualizado na Figura 2, seguido por dois momentos com quedas consideráveis em sua proporção de vendas. Este fato pode ser explicado pelo contexto econômico brasileiro, que teve uma significativa retração da economia, afetando todo o cenário nacional, inclusive o setor de varejo.

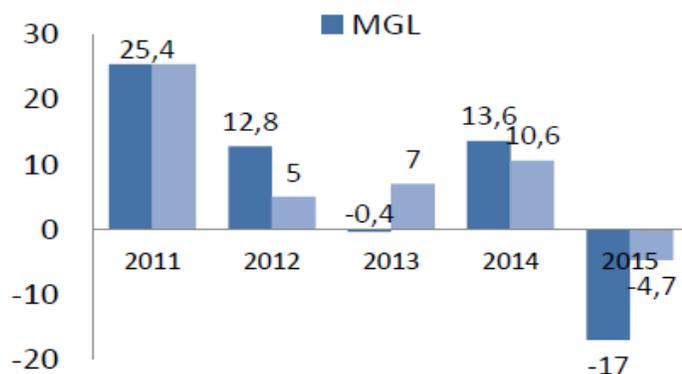


Figura 2 Crescimento das Vendas da MGL e Setor (em %).

Fonte: Economática®.

No final de 2015, um fato relevante chamou à atenção da grande multinacional varejista Alpha Varejo: a renovação do acordo de aliança estratégica com BNP Paribas Cardif e LuizaSeg por 10 anos. Esta renovação representou o recebimento de um montante de R\$330.000.000,00 destinados, em grande parte, ao cumprimento de metas de expansão e criação de novos produtos.

Apesar de estar com uma grande quantidade de dívidas, a empresa MGL despertou o interesse da Alpha Varejo que fez uma oferta de compra da empresa no valor de R\$ 4.000.000.000 (quatro bilhões de reais), no início do ano de 2016.

Luiza, a presidente da empresa, ficou pensativa e resolveu chamar uma empresa de consultoria, especialista em *Valuation*, para ajudá-la nos argumentos favoráveis ou contrários à venda da empresa, para que então ela pudesse levar uma proposta para o conselho deliberativo.

Você é o dono da empresa de consultoria! A Alpha Varejo fez uma boa proposta?

2 Notas de Ensino

2.1 Objetivos de Ensino

O caso em questão tem por objetivos educacionais dois elementos. O primeiro deles, sob o ponto de vista cognitivo, tem como proposta: a) promover a análise de problemas, propor e indagar decisões em relação à avaliação de empresas; b) estimular a reflexão entre a teoria que sustenta os propósitos de avaliação de empresas e a forma como ela deve ser desenvolvida e aplicada dentro das organizações; c) ampliar a capacidade do estudante de relacionar os pressupostos teóricos de *valuation* e a sua adequação à realidade.

O segundo elemento, versa sobre o ponto de vista comportamental, pois permite que estudantes e professores utilizem deste instrumento para propor diálogos e discussões saudáveis de modo que haja respeito mútuo às opiniões e ideias divergentes, permitindo que cada participante possa expor seus pontos de vista sem retaliação.

2.2 Fonte de Obtenção dos Dados

Os dados apresentados foram obtidos a partir de dados disponibilizados pela página de relação com investidores da empresa MGL e pelo site da B3, em março de 2016. Estes dados compreendem as informações financeiras, fatos relevantes e notas explicativas sendo, portanto, dados reais. Em contrapartida, considera-se como situação hipotética a existência da empresa Alpha Varejo e sua proposta de aquisição da empresa Magazine Luiza, para fins didáticos.

2.3 Utilização do Caso de Ensino

Sugere-se que o caso em questão seja aplicado a estudantes de graduação ou pós-graduação em Administração ou Ciências Contábeis, ou mesmo em outras áreas de negócios, em disciplinas voltadas para análise de viabilidade financeira de empresas e *valuation*.

2.4 Sugestão para o Plano de Ensino

Este caso permite que o professor explore dois focos de estudo. Um possível foco pode ser utilizado quando o docente quiser consolidar conceitos teóricos e pressupostos para realização de uma avaliação de empresa. Neste caso, o objetivo deve ser a discussão de conceitos isolados e sua aplicação prática. O professor deve optar por esta proposta quando for relevante deixar claro: os cálculos de custo ponderado de capital (WACC); o cálculo do fluxo de caixa livre da empresa (FCL); o cálculo do Beta (β) da empresa e sua alavancagem. Para tanto, o docente poderá utilizar o caso concomitante com a didática do conteúdo, alternando entre teoria e prática. A atividade poderá ser feita individualmente ou em grupos pequenos (até três estudantes).

O segundo foco de estudo é a avaliação de empresas em si. Para tanto, é imprescindível que o professor já tenha dado o conteúdo da disciplina e então o caso servirá como uma consolidação do conhecimento previamente estabelecido. Sugere-se que a turma seja dividida em grupos de estudantes de até cinco integrantes. O foco deste estudo deve ser na prática de *valuation* enfatizando conceitos teóricos, buscando promover nos estudantes uma apropriação do conteúdo, motivando a capacidade de compreender a proposta do caso.

Como existem diferentes possibilidades de respostas, é importante que o professor faça uma aula de fechamento do caso, problematizando as discussões e comparando os resultados e conclusões obtidos, mostrando as diferenças de cada método abordado.

2.5 Questões para Discussão

- A) Considerando uma taxa de reinvestimento de 8% do EBIT, calcule o fluxo de caixa livre da empresa ao final de 2015.
- B) Determine o prazo estimado de crescimento da empresa, com base em premissas bem fundamentadas.
- C) Calcule o índice Beta (β) da empresa em análise. Dica: Podem ser usados os dados históricos da cotação da empresa ou a base de dados do prof. Damodaran, disponível em: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls
- D) A partir dos dados fornecidos:
 - 1) Determine o custo de capital próprio da empresa (K_e). Lembre-se que você precisará da taxa de risco país, taxa livre de risco e o prêmio de risco do mercado. Dicas:
 - a. Para a taxa livre de risco, você pode usar as informações disponíveis em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>
 - b. Para as taxas de risco país e prêmio de risco, você pode consultar as informações disponíveis em: www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls
 - c. Para diferença de inflação, você pode usar as informações disponíveis em: <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi/forecast>
 - 2) Determine o custo de capital de terceiros (K_d).
 - 3) Calcule o custo médio ponderado de capital (WACC)
- E) Determine o valor da empresa utilizando o método de Fluxo de Caixa Descontado. Com base nesta informação, a presidente Luiza deve aceitar ou não a proposta da empresa Alpha Varejo?
- F) Considerando que a empresa aceitou a oferta da Alpha Varejo a presidente Luiza tomou uma boa decisão?
- G) Busque informações de empresas comparáveis e determine o valor da empresa pelo método de Avaliação por Múltiplos. O valor da ação encontrado corrobora com o valor negociado na bolsa de valores, em 2016 e agora?

2.6 Breve Revisão de Literatura

Em virtude do contexto de mercados globalizados, as organizações enfrentam cotidianamente uma concorrência cada vez mais acirrada. Na busca por atração de capitais, buscam gerar valor para empresa, de modo a remunerar os riscos assumidos pelos investidores.

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (2006), a criação de valor ocorre quando há um retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade deste capital. Para Silva, Morgan, Machado e Montebelo (2019) quando um investidor compra ações de uma empresa, sua principal expectativa é receber de volta um montante maior do que foi investido, assim ele espera que sua riqueza seja aumentada. Lopes, De Luca, Góis e Vasconcelos (2017, p. 369) julgam que “o ato de criar valor está intrinsecamente relacionado com o valor econômico do lucro da empresa”. A criação de valor propicia benefícios não somente para a organização e seus investidores, mas também para toda a sociedade. Para identificar se a empresa está criando valor é preciso se apropriar de algumas medidas de valor que são influenciadas por direcionadores de valor financeiros e não financeiros. Uma das medidas mais difundidas de identificação de valor é o Fluxo de Caixa Descontado (Copeland, Koller, & Murrin, 2006).

Pela abordagem do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o valor da empresa é determinado a partir da projeção dos fluxos de caixa descontados a uma taxa que reflita tanto o custo de oportunidade daquele investimento, quanto os riscos associados a eles (Soutes, Schvirck, Martins, & Machado, 2008). Portanto, são os fluxos futuros de caixa trazidos a valor presente.

A Avaliação de empresas pelo método FCD pode ser feita de duas maneiras: pela participação do acionista no negócio (*equity valuation*) ou pela empresa em geral (*firm valuation*). São duas as diferenças entre elas: o cálculo do Fluxo de Caixa Livre e a taxa de desconto utilizada (Pasin, 2004). Copeland, Koller e Murrin (2006) definem a estrutura do fluxo de caixa como:

- (=) EBIT (Lucro antes dos juros e tributos)
- (-) IR sobre resultado operacional
- (=) NOPAT (Lucro Operacional Líquido após os impostos)
- (+) Depreciação
- (=) Fluxo de caixa operacional
- (+/-) Variação dos Investimentos em Imobilizado
- (+/-) Variação de Capital de Giro
- (=) Fluxo de Caixa Livre da Empresa**
- (-) Pagamento de Juros
- (+) IR sobre Juros (benefício fiscal)
- (-) Amortização de Empréstimos
- (+) Novos Empréstimos Contraídos
- (+) Fluxo de Caixa Livre para o Acionista**

Para fins de cálculo do valor presente dos fluxos de caixa, quando se utiliza o fluxo de caixa operacional ou o Fluxo de Caixa Livre (FCL) da empresa, deve-se utilizar o custo médio ponderado de capital como taxa de desconto. Mas, se utilizar o fluxo de caixa livre para o acionista, deve-se utilizar o custo do capital próprio (Pasin, 2004).

Para cálculo do valor presente dos fluxos de caixa da empresa, utiliza-se a fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{\text{FCL}_{(t)}}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

onde: $\text{FCL}_{(t)}$ é o Fluxo de Caixa Livre da empresa projetado no período t e $WACC$ é o custo médio ponderado de capital.

Copeland, Koller e Murrin (2006) descrevem os passos para avaliar uma empresa pelo método do FCD. Primeiro, o avaliador deve analisar o desempenho histórico da empresa, para então projetar o desempenho futuro que corresponde à geração de fluxos de caixa futuros; depois deve-se estimar o custo médio ponderado de capital; por fim, deve-se estimar o valor da perpetuidade e então calcular e interpretar os resultados.

A geração de fluxos de caixa futuros é dividida em dois momentos. O primeiro se refere a um período explícito de crescimento da firma, dado por uma taxa g . De acordo com Assaf Neto (2003, p. 594), o período de crescimento pode ser “verificado nos primeiros anos de investimento. Esse período é geralmente estimado com base no desempenho possível de se prever o mercado e a economia, e no potencial de participação da empresa”.

O segundo momento é dado pelo período de perpetuidade. Segundo Martins (2001), ela é um dos elementos importantes na avaliação de empresa, e é dada pela fórmula:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCL}(t) \times (1+g)}{\text{WACC} - g} \quad (2)$$

Para Cunha (2011), há duas condições para uso do modelo de FCD. A primeira delas é que, na perpetuidade, a taxa de crescimento (g) deve ser menor ou igual à taxa de crescimento da economia onde a empresa está inserida. A segunda condição é que as premissas do período de crescimento devem ser bem estabelecidas, consistentes com as características da própria empresa.

A definição da taxa de desconto é muito importante na avaliação da empresa pelo método do FCD. O modelo do custo médio ponderado de capital (do inglês *Weighted Adjusted Cost Capital* – WACC) é dado pela fórmula:

$$\text{WACC} = (K_d \times X_d) + (K_e \times X_e) \quad (3)$$

onde: K_d é o custo de capital de terceiros; X_d é a participação relativa de capital de terceiros no financiamento total da empresa; K_e é o custo do capital próprio e X_e é a participação relativa de capital próprio no financiamento total da empresa.

Para o cálculo do custo do capital próprio, o modelo mais utilizado é o CAPM, desenvolvido por Markowitz (1952, 1959) e ajustado por Sharpe (1964); Lintner (1965) e Mossin (1966). As premissas básicas deste modelo envolvem a eficiência de mercado, onde não há custos de transação e os investidores não têm acesso a informações privadas. No modelo do CAPM, todo o risco de mercado é capturado no cálculo do Beta (β) de mercado, que é a medida do risco do ativo, em relação a uma carteira padrão. Sendo assim, o custo do capital próprio é dado por:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (4)$$

em que: R_f é o retorno do ativo livre de risco; R_m é o retorno esperado para a carteira de mercado; a diferença ($R_m - R_f$) é o prêmio pelo risco do ativo de risco médio.

O Custo de Capital de Terceiros (K_d) pode ser determinado pela ponderação dos custos de todas as dívidas onerosas da empresa. De acordo com Assaf Neto (2009), o K_d é definido pelos passivos onerosos identificados em empréstimos e financiamentos vigentes na empresa, representando assim, um custo explícito. Neste sentido, o cálculo do K_d pode ser dado pela razão

entre as despesas financeiras líquidas do benefício fiscal da dívida [$DFx(1 - t)$] e o passivo oneroso (PO).

Outro modelo de avaliação de empresas amplamente utilizado na academia e no mercado é a avaliação relativa por Múltiplos. De acordo com Santos, Schmidt e Fernandes (2006), este método é considerado o mais simples para avaliação de uma empresa, uma vez que são necessários apenas dois dados para fazer a avaliação: (1) o valor de uma empresa ou amostra de empresas semelhantes; (2) um valor de referência (Múltiplo), que pode ser as vendas, o lucro líquido, o EBITDA, o patrimônio líquido, dentre outros.

Para Damodaran (2007) muitos analistas preferem a avaliação por Múltiplos por demandar menos tempo e recursos se comparado ao método de FCD, sendo, portanto, de mais fácil entendimento e defesa de argumentos, além de considerar fatores importantes no mercado.

A sua aplicabilidade pode ser detalhada seguindo alguns passos: (1) identificação de ativos comparáveis que sejam precificados pelo mercado; (2) escalonamento de preços de mercado em relação a uma variável comum; (3) ajuste das diferenças entre os ativos.

De acordo com Fernandez (2001), os Múltiplos mais utilizados são: a razão Preço/Lucro (P/L); a razão Valor da empresa/EBITDA e a razão do Valor da empresa e o crescimento do EBITDA. A relação P/L pode ser usada para comparar diferentes países, quando se quer identificar mercados sub ou superavaliados; quando se quer comparar períodos de tempo; ou ainda para a comparação de empresas (Santos, Schmidt, & Fernandes, 2006).

Na comparação entre empresas, os autores citados dizem que os índices não carregam significados quando a empresa possui prejuízos por ação, muito embora a utilização de lucros normalizados ou médios minimize o problema. Além disso, a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice se modifique de um período para o outro de forma significativa.

Damodaran (2007) salienta que a utilização de múltiplos pode ser dada através de dados do setor, mas é preciso ter cuidado ao escolher as empresas que são mesmo comparáveis, para que seja reduzida a subjetividade da análise.

3 Discussão

Este caso foi desenvolvido para auxiliar o professor no processo de aprendizagem acerca do tema *Valuation*, uma vez que permite a aplicação prática dos conceitos, no que se refere à avaliação de empresa pelos métodos de FCD e por Avaliação Relativa (Múltiplos).

Neste sentido, as perguntas orientadoras foram construídas como um passo a passo para a solução do problema explícito do caso, apresentado na parte introdutória: *Você é o dono da empresa de consultoria! A Alpha Varejo fez uma boa proposta?*

Como ponto de partida, a pergunta inicial estimula os estudantes a calcularem o FCL da empresa. Deve estar claro para os estudantes o conceito de fluxo de caixa e a fórmula que permite o seu cálculo, que pode ser pesquisada em Damodaran (2007), como apresentado na sessão anterior. Nesta questão, os estudantes devem ter o entendimento de que a taxa de reinvestimento é dada por:

$$\frac{(\text{investimentos em ativos} - \text{depreciação} + \text{investimentos em capital de giro})}{NOPAT} \quad (5)$$

Assim, o dado fornecido pelo exercício (taxa de reinvestimento de 8% do EBIT) deve ser utilizado para o cálculo do fluxo de caixa, que, nesse caso, será dado por NOPAT (lucro operacional líquido após os impostos) – taxa de reinvestimento. Para o cálculo do NOPAT, devem ser usados os dados do anexo.

Com o FCL para o final do período (2015) calculado, os estudantes deverão determinar o período de crescimento da empresa. Neste momento, é importante que o professor discuta sobre quais as premissas usadas para projeção da taxa g.

De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) podem ser usadas diferentes abordagens para estimar a taxa de crescimento, como as taxas de crescimento históricas, o período de tempo, a taxa de crescimento composta, a regressão dos mínimos quadrados e o modelo de crescimento pela retenção.

No caso em análise, o texto dá alguns indícios sobre o crescimento sustentado da empresa, como mostra o valor do CAGR (Figura 1). Uma informação importante que os estudantes devem se atentar é sobre a renovação de contratos do MGL pelos próximos 10 anos: *“Um fato relevante, ocorrido no final de 2015 chamou à atenção da grande multinacional varejista Alpha Varejo: a renovação do acordo de aliança estratégica com BNP Paribas Cardif e LuizaSeg por 10 anos”*. Essa informação dá sustentação para a projeção do período explícito de crescimento.

Para a projeção no período de perpetuidade, o texto dá indícios de como a empresa Magazine Luiza se comporta no cenário nacional. *“Observa-se que a MGL apresenta crescimento um pouco acima do setor no ano de abertura de capital e em seu período subsequente, conforme pode ser visualizado na Figura 2, seguido por dois momentos com quedas consideráveis em sua proporção de vendas. Este fato pode ser explicado pelo contexto econômico brasileiro, que teve uma significativa retração da economia, afetando todo o cenário nacional, inclusive o setor de varejo.”*

Esses dados são importantes para sustentar as premissas de crescimento no longo prazo. Os estudantes poderão indicar um crescimento compatível com a economia brasileira.

Para o cálculo do Beta (β) da empresa, os estudantes têm algumas possibilidades. Uma delas é utilizar fontes externas, com o site da B3, ou utilizar o Índice IBOVESPA como carteira de ações para o cálculo da abordagem convencional, que é dada pela razão entre covariância (do retorno do ativo e o retorno do portfólio) e a variância do retorno do portfólio. O professor deverá fazer uma discussão sobre estas escolhas.

Embora a abordagem tradicional seja utilizada pela maioria dos analistas, a estimação do beta em relação à carteira de mercado deve levar em consideração o período da estimativa, o intervalo de retorno e o índice de mercado. Neste caso, observe que *“Como resultado desse crescimento expressivo e tendo consolidado grandes investimentos ao longo de sua jornada, em 2011 a empresa varejista brasileira abriu o capital”*. Ou seja, o período para estimação do beta da empresa MGL é curto (5 anos).

Sendo assim, outra opção pode ser mais adequada. Identificar o beta do setor e desenvolver pelo grau de alavancagem operacional da empresa pode ser uma boa opção. Para tanto, pode ser utilizada a fórmula dada por:

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - \text{Alíquota}) \times (D/PL)] \quad (6)$$

onde: o β_U é o beta identificado pelo setor; $(1 - \text{Alíquota})$ é a alíquota de imposto de renda; D é o passivo oneroso e PL é o patrimônio líquido.

O passivo oneroso é dado pela soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo disponíveis no Balanço Patrimonial da empresa, que está anexo ao caso. O patrimônio líquido também pode ser identificado no anexo.

Para discussões sobre diferentes métodos de estimação do custo de capital próprio, pode-se referenciar Martins, Galdi, Lima, Necyk e Abe (2006). Os autores objetivaram investigar a existência de diferenças entre os valores estimados do K_e , a partir de 4 modelos: Gordon, CAPM, APM e Ohlson-Juettner.

É importante que se faça a discussão sobre a aplicação destes modelos para mercados emergentes. Cunha (2011) ressalta o problema referente à integração do mercado. Segundo o autor, as premissas dos modelos subjacentes ao CAPM são pouco realistas para mercados como o brasileiro, uma vez que o mercado não é eficiente, em geral, são mercados pequenos, a propriedade é concentrada e as informações são escassas, voláteis e não confiáveis.

Neste sentido, sugere-se a utilização do modelo de Damodaran (2007) cuja fórmula é:

$$K_e = Rf_{US} + Rc_{BR} + \beta_{LL} (Rm_{US} - Rf_{US}) \quad (7)$$

onde: Rf_{US} é a taxa livre de risco americana, Rc_{BR} é o prêmio pelo risco país do Brasil, β_{LL} é o beta alavancado pela estrutura de capital da empresa e Rm_{US} é o retorno do mercado americano.

Vale lembrar que, caso as taxas sejam dadas em US\$ (dólares) é preciso descontar a taxa de inflação americana e somar a taxa de inflação brasileira, para que os dados estejam na moeda nacional (R\$).

Sobre o cálculo de custo de capital de terceiros, Assaf Neto (2009) defende a utilização da fórmula:

$$K_d = [DF \times (1 - \text{Alíquota})/PO] \quad (8)$$

Pode ser interessante que, no desenvolvimento do exercício, seja discutida a situação das empresas no mercado brasileiro, uma vez que a equação 8 sofre limitações no contexto nacional, uma vez que na maioria das empresas não são separadas as despesas financeiras oriundas de passivos onerosos das outras despesas de financiamento (Cunha, 2011).

Neste sentido, um cálculo alternativo para o custo de capital de terceiros seria dado por uma função em que o custo da dívida é uma função do risco de inadimplência e do próprio negócio. Para tanto, Damodaran (2007) sugere a seguinte fórmula alternativa para mercados emergentes:

$$K_d = R_{EUA} + S_{DP} + S_{DE} \quad (9)$$

em que: R_{EUA} é a taxa livre de risco do mercado americano, S_{DP} é o risco de inadimplência do país e S_{DE} é o risco de inadimplência da empresa avaliada.

Após a determinação dos custos de capital próprio e de terceiros, os estudantes deverão calcular o custo médio ponderado de capital. Na descrição do caso, está claro que a organização busca uma estrutura alvo de capital: “Foi deliberado em Conselho que a empresa cumpriria uma meta de estrutura de capital com 40% de capital próprio e 60% de capital de terceiros”. Essa informação é relevante para aplicar o modelo de Modigliani e Miller (1963), dada pela fórmula:

$$WACC = \left[Ke \left(\frac{PL}{P} + PL \right) \right] + \left[Ki \left(\frac{P}{P} + PL \right) (1 - Alíquotas) \right] \quad (10)$$

em que: Ke é o custo do capital próprio, PL é o patrimônio líquido, P é o passivo e Ki é o custo de capital de terceiros. O professor poderá incitar a discussão sobre estrutura de capital nas empresas brasileiras. Para tanto, o artigo de Brito, Corrar e Batistella (2007) pode ser um bom referencial.

Com os seguintes dados definidos: (1) o valor do fluxo de caixa no final de 2015; (2) a taxa de crescimento da empresa no período explícito e na perpetuidade; (3) o período de crescimento da empresa; (4) a taxa de desconto; o estudante estará apto a calcular o valor da empresa pelo método do FLD, a partir da equação:

$$Valor da Empresa = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+K)^n} + \frac{VR}{(1+k)^t} \quad (11)$$

Encontrado o valor da empresa, o estudante poderá avaliar se a proposta da empresa Alpha Varejo é razoável ou não. Importante notar, que como os cálculos podem seguir diferentes modelos e premissas, é possível e provável que diferentes grupos de estudantes encontrem resultados distintos. Essa situação é favorável para o debate sobre os possíveis modelos para cálculo do valor da empresa.

Por fim, os estudantes devem realizar outra metodologia para encontrar o valor da empresa: a Avaliação Relativa (Múltiplos). Para tanto, eles deverão escolher um múltiplo que melhor expresse a relação com a empresa e identificar uma empresa (ou um grupo de empresas comparáveis).

Os estudantes poderão fazer buscas para além do caso, utilizando fontes como o Economática®, o site da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), sites especializados como do prof. Damodaran, dentre outros. E então, poderão calcular o valor da empresa com base em outras comparáveis, podendo assim, avaliar a proposta da Alpha Varejo.

Referências

Assaf Neto, A. (2003). *Contribuição ao Estudo da Avaliação de Empresas no Brasil—Uma Aplicação Prática*. Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

Assaf Neto, A. (2009). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.

Brigham, E. F., Gapenski, L.C., & Ehrhardt, M.C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. Atlas.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>

Copeland, T. E., Koller, T., & Murrin, J. (2006). *Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. Pearson Makron Books.

- Cunha, M. F. D. (2011). *Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro* (Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08022012-181605/en.php>
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de empresas*. Pearson Prentice Hall.
- Economática-Tools for Investment Analysis (2016). Base de dados. Recuperado de <https://economica.com>
- Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. *IESE Business School, 1*, 1-13.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets: A reply. *The review of economics and statistics*, 222-224. DOI: 10.2307/1926735
- Lopes, A. C., De Luca, M. M. M., Góis, A. D., & Vasconcelos, A. C. (2017). Disclosure socioambiental, reputação corporativa e criação de valor nas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 9(1), 364-382.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1.
- Markowitz, H. (1959). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments* (Vol. 16). New York: John Wiley.
- Martins, E. (2001). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas.
- Martins, E., Galdi, F. C., Lima, G. A. S. F., Neczyk, G. A., & Abe, C. H. S. (2006). Evidências empíricas de modelos de estimação do custo do capital próprio. *BBR-Brazilian Business Review*, 3(2), 137-156.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 768-783. DOI: 10.2307/1910098
- Pasin, R. M. (2004). *Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor* (Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo). Recuperado de: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11042005-163032/en.php>

Santos, J. D., Schmidt, P., & Fernandes, L. A. (2006). Modelos de avaliação de empresas. *São Paulo: Atlas*.

Silva, J. E., Morgan, L. M., Machado, M. J. D. C. M., & Montebelo, M. I. D. L. M. (2019). Política de dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 11(1), 77-97. Doi: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2019v11n1ID15509>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Soutes, D. O., Schvirck, E., Martins, E., & Machado, M. R. C. (2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 11(1-2).

ANEXO 1. Demonstrativo do Resultado do Exercício Empresa Magazine Luiza (MGL) – Em Milhões de R\$

DRE MGL (em R\$ milhões)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Receita Bruta	10.498,3	11.504,7	9.692,4	8.456,1	7.601,3	5.692,0	4.129,7	3.413,3
Impostos e Cancelamentos	(1.520,1)	(1.725,3)	(1.604,0)	(1.389,3)	(1.182,0)	(884,0)	(778,7)	(802,8)
Receita Líquida	8.978,3	9.779,4	8.088,4	7.066,8	6.419,4	4.808,0	3.351,0	2.610,5
Custo Total	(6.399,6)	(7.086,9)	(5.825,4)	(5.057,8)	(4.275,1)	(3.166,3)	(2.140,2)	(1.603,1)
Lucro Bruto	2.578,6	2.692,5	2.263,0	2.009,0	2.144,3	1.641,8	1.210,8	1.007,4
Despesas com vendas	(1.720,8)	(1.746,3)	(1.513,8)	(1.404,1)	(1.271,0)	(960,2)	(805,8)	(698,5)
Despesas gerais e administrativas	(458,5)	(442,6)	(403,7)	(372,2)	(354,6)	(248,9)	(163,5)	(130,4)
Perda em liquidação duvidosa	(30,5)	(22,5)	(21,2)	(23,5)	(244,9)	(175,3)	(190,4)	(157,2)
Equivalência patrimonial	75,6	99,6	54,5	18,0	-	-	-	-
Outras receitas operacionais, líquidas	20,2	24,5	98,2	31,7	26,8	62,5	13,6	11,8
Total de Despesas Operacionais	(2.113,9)	(2.087,2)	(1.786,1)	(1.750,0)	(1.843,7)	(1.321,8)	(1.146,2)	(974,3)
EBITDA	464,7	605,3	476,9	258,9	300,6	319,9	64,6	33,1
Depreciação e amortização	(125,8)	(114,3)	(102,0)	(92,4)	(86,9)	(68,5)	(60,6)	(49,8)
EBIT	338,9	490,9	375,0	166,5	213,7	251,4	4,0	(16,7)
Despesa Financeira Total	616,4	457,2	313,4	251,6	217,4	178,0		
Resultado Financeiro	(486,1)	(360,7)	(244,0)	(203,8)	(165,7)	(141,5)	(140,6)	(104,1)
Lucro Operacional	(147,1)	130,2	131,0	(37,3)	47,9	110,0	(136,7)	(120,8)
IR / CS	81,5	(1,6)	(17,2)	30,6	(36,3)	(41,1)	43,9	44,1
Lucro Líquido	(65,6)	128,6	113,8	(6,7)	11,7	68,8	(92,7)	(76,7)

Fonte: Magazine Luiza (2016)

ANEXO 2. Balanço Patrimonial – Em Milhões de R\$

ATIVOS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
ATIVOS CIRCULANTES								
Caixa e equivalentes de caixa	617,5	412,2	280,3	418,9	173,1	328,9	192,4	35,5
Títulos e valores mobiliários	497,6	451,0	491,3	126,4	75,0	46,7	39,2	50,8
Contas a receber	435,2	618,3	530,6	486,5	1.927,8	1.524,7	1.188,6	996,7
Estoques	1.353,1	1.472,7	1.251,4	1.068,8	1.264,7	849,8	518,6	380,8
Partes relacionadas	86,2	93,2	108,9	73,6	42,6	36,0	18,6	20,5
Impostos a recuperar	334,3	295,6	218,6	208,5	24,6	46,5	29,6	19,4
Outros ativos	36,6	52,9	41,0	38,0	59,4	63,0	24,2	16,7
Total dos ativos circulantes	3.360,5	3.395,9	2.922,0	2.420,6	3.567,1	2.895,6	2.011,2	1.520,4
ATIVOS NÃO CIRCULANTES								
Títulos e valores mobiliários	46,7	-	-	-	43,3	32,0	24,0	-
Contas a receber	2,6	5,0	4,7	0,4	9,4	18,7	24,8	34,4
Imposto de renda e contribuição social diferidos	229,3	146,4	139,4	148,3	178,9	168,2	162,5	121,0
Impostos a recuperar	177,3	106,5	158,8	137,4	31,0	10,2	-	-
Depósitos judiciais	248,5	209,6	170,1	129,3	89,0	-	-	-
Outros ativos	54,3	52,0	45,4	39,6	19,8	69,6	27,1	19,7
Investimento em controladas	384,0	319,6	251,7	222,9	-	-	-	-
Imobilizado	578,6	566,2	540,4	574,0	489,9	358,8	298	310,7
Intangível	506,7	488,8	481,4	435,3	448,9	374,6	87	90,3
Total dos ativos não circulantes	2.228,0	1.894,1	1.791,9	1.687,2	1.310,2	1.032,2	622,8	576,1
TOTAL DO ATIVO	5.588,5	5.290,0	4.713,9	4.107,7	4.877,4	3.927,8	2.634,0	2.096,5
PASSIVOS	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
PASSIVOS CIRCULANTES								
Fornecedores	1.894,2	1.789,9	1.651,5	1.326,3	1.267,8	1.132,3	696,0	428,1
Empréstimos e financiamentos	568,4	591,4	425,2	317,2	129,7	108,8	168,1	381,0
Depósitos interfinanceiros	-	-	-	-	981,5	852,7	569,0	439,2

Operações com cartões de crédito	-	-	-	-	436,1	220,2	120,5	57,5
								(Continua)
								(Continuação)
Salários, férias e encargos sociais	153,9	167,4	166,6	138,3	121,6	116,5	69,1	56,9
Impostos a recolher	30,6	44,6	41,7	47,8	49,3	39,4	28,8	38,6
Partes relacionadas	68,4	80,3	73,6	51,1	25,5	21,7	13,9	9,5
Impostos parcelados	-	6,5	8,3	9,1	2,9	43,0	39,1	0,4
Receita diferida	41,4	37,7	36,7	37,1	24,1	26,0	55,0	13,9
Dividendos a pagar	-	18,3	16,2	-	1,7	-	-	-
Provisões técnicas de seguros	-	-	-	-	32,5	22,9	23,1	22,6
Outras contas a pagar	118,0	95,2	107,7	80,9	94,6	102,4	54,7	32,2
Total dos passivos circulantes	2.874,8	2.831,4	2.527,6	2.007,9	3.167,1	2.685,9	1.837,3	1.479,9
PASSIVOS NÃO CIRCULANTES								
Empréstimos e financiamentos	1.255,0	1.120,2	895,1	918,8	581,7	666,1	527,7	439,9
Depósitos interfinanceiros	-	-	-	-	-	4,0	4,3	10,2
Impostos parcelados	-	-	-	1,8	4,4	6,3	12,9	1,5
Provisão para riscos tributários, cíveis e trabalhistas	243,4	265,7	245,9	187,6	173,4	182,0	26,3	51,6
Provisões técnicas de seguros	-	-	-	-	17,9	20,8	12,2	9,0
Receita diferida	550,9	315,9	349,2	375,2	294,3	296,1	217,9	17,7
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	-	-	-	10,8	13,7	-	-
Outras contas a pagar	2,3	2,4	1,5	0,6	6,9	5,4	1,4	-
Total dos passivos não circulantes	2.051,5	1.704,1	1.491,7	1.483,9	1.089,3	1.194,4	802,7	529,9
PATRIMÔNIO LÍQUIDO								
Capital social	606,5	606,5	606,5	606,5	606,5	43,0	220,0	220,0
Reserva de capital	14,6	10,1	5,6	2,8	-	-	-	-
Ações em Tesouraria	(9,6)	(20,2)	(20,1)	-	-	-	-	-
Reserva legal	16,1	16,1	9,7	4,0	4,0	3,4	0,0	6,8
Reserva de retenção de lucros	36,2	143,2	94,5	2,6	10,4	1,0	0,7	-
Outros resultados abrangentes	(1,6)	(1,3)	(1,6)	0,1	-	-	-	-
Lucro/Prejuízos acumulados	-	-	-	-	-	-	(226,7)	(140,2)
Total do patrimônio líquido	662,2	754,5	694,6	616,0	620,9	47,4	(6,1)	86,6
TOTAL	5.588,5	5.290,0	4.713,9	4.107,7	4.877,4	3.927,8	2.634,0	2.096,5

Fonte: Magazine Luiza (2016)

