

RUTHIERY LIMA CARVALHO

Avaliação de uma companhia referência no setor de varejo de vestuário: Lojas
Renner

São Paulo

2017

RUTHIERY LIMA CARVALHO

Avaliação de uma companhia referência no setor de varejo de vestuário: Lojas Renner

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do diploma
de Engenheiro de Produção

São Paulo

2017

RUTHIERY LIMA CARVALHO

Avaliação de uma companhia referência no setor de varejo de vestuário: Lojas Renner

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do diploma
de Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr. Erik Eduardo Rego

São Paulo

2017

FICHA CATALOGRÁFICA

Carvalho, Ruthiery

Avaliação de uma companhia referência no setor de varejo de
vestuário: Lojas Renner / R. Carvalho -- São Paulo, 2017.
94 p.

Trabalho de Formatura – Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Varejo de vestuário 2.Avaliação de empresas I.Universidade de São
Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo apoio dado aos meus desejos acadêmicos, profissionais e pessoais.

Aos meus amigos pelo suporte durante todo o período de formação.

Ao Prof. Dr. Erik Eduardo Rego, pela confiança depositada ao longo do ano, e pela orientação deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a análise econômica e financeira de uma das principais companhias do setor de varejo de vestuário, Lojas Renner. Além disso, busca-se analisar diferentes métodos de avaliação de empresas e comparar o valor de mercado da Companhia *versus* o seu valor teórico. Para atingir o objetivo proposto, fez-se necessário conhecimento profundo do histórico financeiro da Lojas Renner e suas marcas, e das principais características de seu setor de atuação, de forma a embasar as premissas para a projeção dos principais componentes do resultado da companhia. De posse de tais conhecimentos, empregou-se o método da avaliação de empresas por meio do fluxo de caixa descontado para a firma a fim de estimar o “valor justo” a ser pago em uma ação da companhia. O resultado dessa análise tem a tarefa de guiar os potenciais investidores na decisão de investimentos futuros na compra das ações da Lojas Renner.

Palavras-chave: Varejo de vestuário. Avaliação de empresas. Fluxo de caixa para a firma. Avaliação de empresas por múltiplos.

ABSTRACT

The present work has as objective the economic and financial analysis of one of the main companies of the apparel retail industry, Lojas Renner. In addition, it seeks to analyze different methods of valuation of companies and compare the market value of the Company versus its theoretical value. In order to achieve the proposed objective, it was necessary to have a thorough knowledge of the financial history of Lojas Renner and its brands, and the main characteristics of its industry, in order to base the assumptions for the projection of the main components of the company's results. With this knowledge, the company valuation method was used through the discounted cash flow to the firm in order to estimate the "fair value" to be paid in a company stock. The result of this analysis has the task of guiding potential investors in deciding future investments in the purchase of Lojas Renner stocks.

Keywords: Apparel retail industry. Valuation. Cash flow to the firm. Valuation by multiples

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Múltiplos de Negociação - Varejo de Vestuário.....	24
Figura 2 - Múltiplos de Negociação – Energia.....	24
Figura 3 - Múltiplos de Negociação - Instituições Financeiras.....	25
Figura 4 - Transações Prescedentes - Meios de Pagamento.....	26
Figura 5 - Taxa do título de 10 anos – Estados Unidos da América.	31
Figura 6 - Risco país - EMBI+ Brasil.	33
Figura 7 - Betas de companhias do setor de varejo de vestuário.....	35
Figura 8 - Performance da ação ARZZ3 vs. índice B3.	40
Figura 9 - Crescimento nominal de receita líquida Arezzo.	40
Figura 10 - Crescimento nominal de LAJIDA Arezzo.....	41
Figura 11 - Evolução do endividamento líquido Arezzo.	41
Figura 12 - Performance da ação HGTX3 vs. índice B3.....	42
Figura 13 - Crescimento nominal de receita líquida Hering.	43
Figura 14 - Crescimento nominal de LAJIDA Hering.	43
Figura 15 - Evolução do endividamento líquido Hering.....	44
Figura 16 - Performance da ação AMAR3 vs. índice B3.....	45
Figura 17 - Crescimento nominal de receita líquida Marisa.	45
Figura 18 - Crescimento nominal de LAJIDA Marisa.	46
Figura 19 - Evolução do endividamento líquido Marisa.....	46
Figura 20 - Performance da ação GUAR3 vs. índice B3.	47
Figura 21 - Crescimento nominal de receita líquida Riachuelo.	48
Figura 22 - Crescimento nominal de LAJIDA Riachuelo.	48
Figura 23 - Evolução do endividamento líquido Arezzo.	49
Figura 24 - Performance da ação LLIS3 vs. índice B3.	50
Figura 25 - Crescimento nominal de receita líquida Restoque.....	50
Figura 26 - Crescimento nominal de LAJIDA Restoque.	51
Figura 27 - Evolução do endividamento líquido Restoque.	51
Figura 28 - Performance da ação LREN3 vs. índice B3 vs. setor de varejo de vestuário.	54
Figura 29 - Estrutura organizacional da Lojas Renner.....	55
Figura 30 - Evolução do número de funcionários da Lojas Renner.	56
Figura 31 - Estrutura de marcas da Lojas Renner S.A..	56
Figura 32 - Presença Geográfica da Lojas Renner.	58
Figura 33 - Evolução do número de unidades da Lojas Renner.....	59
Figura 34 - Evolução de vendas em mesmas lojas da Lojas Renner.....	60
Figura 35 - Evolução do número de cartões ativos da Lojas Renner.	61

Figura 36 - Evolução ticket médio e crescimento dos cartões da Lojas Renner.....	61
Figura 37 - Evolução de receita líquida da Lojas Renner.....	62
Figura 38 - Evolução de lucro bruto da Lojas Renner.....	63
Figura 39 - Evolução de LAJIDA da Lojas Renner.	63
Figura 40 - Evolução do endividamento líquida da Lojas Renner.	64
Figura 41 - Evolução do número de lojas da Companhia.....	66
Figura 42 - Evolução da área média por loja aberta.	67
Figura 43 - Evolução da receita por metro quadrado Renner.....	68
Figura 44 - Evolução da receita por metro quadrado Camicado.	68
Figura 45 - Evolução da receita por metro quadrado Youcom.....	69
Figura 46 - Evolução do número de cartões Renner ativos.	70
Figura 47 - Evolução da receita por cartão Renner ativo.	70
Figura 48 - Evolução da receita líquida da Lojas Renner.....	71
Figura 49 - Evolução dos custos operacionais da Lojas Renner.	72
Figura 50 - Evolução das despesas operacionais da Lojas Renner.....	73
Figura 51 - Evolução do capital de giro da Lojas Renner.	74
Figura 52 - Evolução do CAPEX de abertura de lojas.	75
Figura 53 - Evolução do CAPEX de remodelagem das lojas.....	76
Figura 54 - Evolução do CAPEX intangível.	76
Figura 55 - Evolução do CAPEX de centros de distribuição.	77
Figura 56 - Evolução do CAPEX de manutenção.	78
Figura 57 - Evolução do endividamento da Lojas Renner.	78
Figura 58 - Companhias atuantes no setor de Varejo de Vestuário.....	81
Figura 59 - Análise de Football Field – comparativo dos métodos de avaliação da Lojas Renner.....	82
Figura 60 - Evolução do preço de negociação da LREN3.....	84
Figura 61 - Análise de sensibilidade do valor teórico da ação LREN3.....	85

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial.....	18
Tabela 2 - Demonstrativo do Resultado do Exercício.....	20
Tabela 3 - Demonstrativo dos Fluxos de Caixa.	21
Tabela 4 - Modelo de negócio do setor de varejo de vestuário.....	38
Tabela 5 - Quadro comparativo do setor de varejo de vestuário.....	52
Tabela 6 - Estrutura acionária da Lojas Renner.	54
Tabela 7 - Premissas de Capital de Giro.	73
Tabela 8 - Fluxo de Caixa Descontado para a Firma.	79
Tabela 9 - Resumo da avaliação da Lojas Renner.....	80
Tabela 10 - Transações precedentes do setor de varejo de vestuário – últimos cinco anos.	82
Tabela 11 - Análise de preço-alvo da LREN3 dos analistas do mercado financeiro.	84

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

b – *beta*, índice de risco não diversificável

BP – Balanço Patrimonial

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CAPEX – *Capital Expenditures*, em português, Despesas de Capital

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*, em português, Modelo de Formação de Preços de Ativos

COFINS - Contribuição Social Sobre Faturamento

DCF – *Discounted Cash Flow*, em português, Fluxo de Caixa Descontado

DRE - Demonstrativo de Resultado do Exercício

EBIT – *Earnings Before Interest and Tax*, em português, Lucro Operacional

EBITDA – *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, em português, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

EV/EBITDA – Enterprise Value/EBITDA, Valor da Companhia sobre o EBITDA gerado por ela

EBT – *Earnings Before Tax*, em português, Lucro Antes do Imposto de Renda

EV – *Enterprise Value*, em português, Valor da Companhia

FCFE – *Free Cash Flow to Equity*, em português, fluxo de caixa para o acionista esperado no período t

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*, em português, Fluxo de Caixa para a Firma esperado no período t

ICMS - Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação

ISS - Imposto Sobre Serviços

k_e - Custo de capital próprio

k_d - Custo de capital de terceiros

KPI - *Key Performance Indicator*, em português, Indicador Chave de Performance

PIS - Programa de Integração Social

P/E – *Price/Earnings*, em português, Valor das ações da Companhia sobre Lucro Líquido gerado por ela

R_f - Taxa livre de risco

R_m - Retorno de mercado

R_p - Risco País

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, em português, Custo Médio Ponderado de Capital

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Estágio.....	13
1.2	O Problema.....	13
1.3	Objetivos	14
1.4	Estrutura do Trabalho de Formatura.....	14
1.5	Método	15
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	17
2.1	Contabilidade e Demonstrações Financeiras.....	17
2.1.1	Balanço Patrimonial (BP).....	17
2.1.2	Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)	18
2.1.3	Demonstrativo dos Fluxos de Caixa (DFC)	20
2.2	Avaliação de Empresas.....	22
2.2.1	Múltiplos de negociação de companhias comparáveis	23
2.2.2	Múltiplos de Transações Precedentes	25
2.2.3	Fluxo de Caixa Descontado	26
3	O SETOR DE VAREJO DE VESTUÁRIO	38
3.1	Modelos de Negócio	38
3.2	Companhias Abertas no Brasil	39
3.2.1	Arezzo&Co (ARZZ3).....	39
3.2.2	Cia. Hering (HGTX3).....	41
3.2.3	Lojas Marisa (AMAR3)	44
3.2.4	Lojas Riachuelo (GUAR3).....	46
3.2.5	Restoque (LLIS3)	49
3.2.6	Quadro Comparativo do Setor	51
4	A COMPANHIA – Lojas Renner (LREN3).....	53
4.1	Visão geral da Companhia	53
4.1.1	Composição Acionária e Estrutura Organizacional.....	54
4.1.2	Áreas de Atuação.....	56
4.1.3	Localização Geográfica	58
4.2	Destaques Operacionais	58
4.2.1	Varejo	58
4.2.2	Produtos Financeiros	60
4.3	Destaques Financeiros	62

4.3.1	Receita Líquida.....	62
4.3.2	Lucro Bruto.....	62
4.3.3	LAJIDA e Margem LAJIDA	63
4.3.4	Endividamento Líquido e Alavancagem.....	64
5	MODELAGEM FINANCEIRA.....	65
5.1	Principais Premissas de Modelagem	65
5.1.1	Receitas Operacionais.....	65
5.1.2	Custos e Despesas operacionais.....	71
5.1.3	Capital de Giro.....	73
5.1.4	CAPEX (Capital Expenditure - Investimento)	74
5.1.5	Endividamento	78
5.2	Avaliação da Companhia.....	79
5.3	Análise de Sensibilidade	85
6	CONCLUSÃO	86
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	88
	APÊNDICE A – MODELAGEM FINANCEIRA.....	90
	APÊNDICE B – CD-ROM	94

1 INTRODUÇÃO

1.1 Estágio

O interesse pelo trabalho surgiu a partir do estágio iniciado em dezembro de 2015 no banco BTG Pactual, mais especificamente na área de Investment Banking, área responsável pelas transações de fusões e aquisições (“M&A”), emissões de ações primárias (“IPO”) e oferta de ações subsequentes (“Follow-On”), dentro do produto de Equity Capital Market (“ECM”) e emissão e distribuição de títulos de renda fixa “dívida” para companhias dentro do produto Debt Capital Market (“DCM”). O BTG Pactual é o maior banco de investimentos da América Latina, e líder em número de transações de Fusões e Aquisições desde 2010 no Brasil. Algumas das atividades realizadas no estágio foram: modelagem financeira, elaboração de matérias para apresentação ao mercado, reuniões com empresas clientes e investidores.

Desde 2015, o autor desse trabalho esteve envolvido em diversas transações de F&A e ECM e DCM em diferentes setores, tais como infraestrutura, tecnologia, logística e varejo. Mais especificamente em varejo, o *Follow-On* de Lojas Americanas (LAME3) em março de 2017.

1.2 O Problema

Em transações de fusões e aquisições é realizada a avaliação de empresas, todas elas elaboradas com o objetivo de se saber o valor a ser pago na aquisição, ou em uma transação de fusão de se avaliar quais seriam as participações finais dos acionistas de cada parte em uma potencial companhia combinada. Abaixo alguns métodos normalmente utilizados para essa avaliação:

1. **Múltiplos de Negociação de Companhias Comparáveis:** Coletam-se múltiplos de negociação de companhias comparáveis, ou seja, companhias do mesmo setor e tamanho da companhia-alvo, normalmente $VF/LAJIDA^1$ e VA/LL^2 , e aplica-se aos resultados da Companhia para a avaliação;

¹ Sigla em português para EV/EBITDA, que representa a razão entre o Valor da Firma da Companhia e a geração de caixa dela, representada pela sigla LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), melhor explorado na seção 2 desse trabalho

² Sigla em português para P/E, que representa a razão entre o Valor das Ações da Companhia e o Lucro Líquido dela, melhor explorado na seção 2 desse trabalho

2. **Múltiplos de Transações Precedentes:** Coletam-se múltiplos implícitos pagos em transações de companhias comparáveis, ou seja, companhias do mesmo setor e tamanho da companhia-alvo, normalmente VF/LAJIDA e VA/LL, e aplica-se aos resultados da companhia para a avaliação;
3. **Fluxo de Caixa Descontado:** Projeta-se a geração de caixa livre da companhia, usualmente entre 5 a 10 anos, e traz-se a valor presente utilizando uma taxa de desconto WACC – Weighted Average Capital Cost (Custo Médio Ponderado do Capital) para o fluxo de caixa para a firma e k_e (custo de capital próprio) para o fluxo de caixa para o acionista (diferenças entre os fluxos de caixa para a firma e para o acionista será abordado em maiores detalhes no capítulo 2).

Entre os métodos citados, o método de Fluxo de Caixa Descontado é o mais utilizado pois consegue mapear todas as particularidades da companhia, seja financeira ou operacional, além disso é possível capturar dentro das projeções algum potencial crescimento mais agressivo num curto/médio prazo, muito comum em companhias do setor de tecnologia.

A partir disso, nasceu a ideia de provocar e avaliar o valor de uma companhia obtido a partir de embasamento teórico (“Valor Justo”) de uma companhia referência dentro do setor de varejo de vestuários: Lojas Renner (LREN3) (“Companhia”), e também analisar se negociados atualmente na bolsa de valores fazem jus aos resultados financeiros e operacionais apresentados pela Companhia.

1.3 Objetivos

O objetivo principal deste trabalho é calcular o valor da Lojas Renner. Como objetivos secundários analisar o setor de varejo de vestuários brasileiro, e comparar e criticar o resultado do Valor Justo obtido com seu preço e de seus concorrentes negociados na bolsa de valores de São Paulo (“B3”)³.

1.4 Estrutura do Trabalho de Formatura

O trabalho de formatura foi estruturado de maneira a detalhar todos os aspectos envolvidos na avaliação de valor de uma empresa: o setor de atuação da companhia, e os

³ Brasil, Bolsa, Balcão – companhia resultado da combinação entre BM&FBovespa e Cetip em março de 2017

principais métodos de avaliação de empresas utilizados no mercado. Para isso, o trabalho está dividido em seis capítulos:

- I. *Introdução*: Descrição dos principais métodos e conceitos utilizados nas análises setoriais e de avaliação de empresas. Revisões de conceitos básicos de contabilidade, conceitos e técnicas de avaliação de empresas;
- II. *Revisão Bibliográfica*: Descrição dos principais métodos e conceitos utilizados nas análises setoriais e de avaliação de empresas. Revisões de conceitos básicos de contabilidade, conceitos e técnicas de avaliação de empresas;
- III. *O Setor de Varejo de Vestuário*: Características gerais do setor de varejo, especificamente do segmento de vestuário e detalhamento dos principais propulsores de crescimento do setor. Análise e posicionamento das principais companhias de capital aberto do setor no Brasil;
- IV. *A Companhia*: Descrição da Lojas Renner (LREN3), abordando seus acionistas, sua presença no país, detalhamento dos históricos financeiros, e características do portfólio de produtos e serviços;
- V. *Avaliação da Companhia*: Descrição da modelagem utilizada para a realização da avaliação da Companhia, com detalhamento das premissas utilizadas na modelagem e exposição das principais projeções resultantes, além disso, comparar o valor da Companhia nas diferentes metodologias;
- VI. *Conclusão e Considerações finais*: Exposição dos resultados obtidos, isto é, múltiplos implícitos, preço por ação da Companhia, comparação do valor da Companhia com os principais competidores do setor, além de destacar os aprendizados obtidos com o trabalho.

1.5 Método

O primeiro procedimento técnico utilizado foi a pesquisa bibliográfica para o embasamento teórico das ferramentas de avaliação de investimento para as projeções e posterior avaliação da Companhia.

Adicionalmente foi feita a pesquisa documental: coleta de informações a respeito do setor de varejo de vestuário no país, de forma a capturar suas principais características, base para as projeções do modelo financeiro e avaliação da Lojas Renner. Assim como procedimento de

pesquisa experimental para levantamento de dados públicos específicos da empresa em análise, tais como:

- *Páginas da internet (Sites das companhias – Relação com Investidores)*: histórico de informações financeiras e contábeis das companhias, particularidades operacionais, além de potenciais planos de crescimento;
- *Relatórios de bancos de investimento*: relatórios com informações a respeito de empresas de capital aberto e seus setores de atuação, os relatórios de pesquisa servem como fonte importante de dados para guiar o estudo setorial e aprendizados das companhias em estudo e seus propulsores de crescimento;
- *Obras literárias*: estudo de obras literárias, tanto nacional quanto internacional, a respeito dos assuntos a serem tratados no trabalho de maneira geral. Serão utilizadas obras com enfoques em contabilidade, varejo e finanças, focado em avaliação de empresas;
- *Terminal Bloomberg*: Bloomberg é um dos principais provedores mundiais de informação para o mercado financeiro, a partir dele é possível obter histórico e projeção dos principais indicadores do mercado financeiro, como preços da ação de determinada companhia e projeções econômicas, como PIB, taxa de juros e inflação.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Com o objetivo de avaliar o Valor Justo de uma companhia e seu potencial crescimento, algumas ferramentas são utilizadas, e que por sua vez é amplamente difundido na literatura. Por esse motivo, serão apresentados, nessa seção, os principais demonstrativos contábeis a serem utilizados no decorrer do trabalho, assim como os métodos de avaliação empregados.

2.1 Contabilidade e Demonstrações Financeiras

A fim de avaliar os resultados financeiros de uma companhia e acompanhar suas operações, é fundamental o uso de demonstrações financeiras, das quais, segundo DAMODARAN (2012) três são as mais utilizadas:

- **Balanco Patrimonial:** apresenta os ativos detidos por uma empresa e as suas fontes de financiamento, sejam elas acionistas (patrimônio líquido) ou terceiros (passivos);
- **Demonstração do Resultado do Exercício:** contém todas as receitas, custos operacionais e despesas incorridas pela companhia e, conseqüentemente, seu resultado líquido em determinado período;
- **Demonstração do Fluxo de Caixa:** apresentam as fontes e o uso do caixa da empresa entre atividades de operação, investimento e financiamento.

2.1.1 Balanco Patrimonial (BP)

O balanço patrimonial, segundo Marion (2012), é a “principal demonstração contábil” de uma companhia e “reflete a posição financeira em determinado momento, normalmente no fim do ano ou de um período prefixado. É como se tirássemos uma foto da empresa e víssemos de uma só vez todos os bens, valores a receber e valores a pagar em determinada data”. O balanço patrimonial é dividido em três principais grupos, que podem ser descritos sucintamente como:

- **Ativo:** compreende os bens e direitos da empresa, sendo dividido em dois subgrupos, ativos circulantes e não circulantes, seguindo seu grau de liquidez;

- **Passivo:** compreende obrigações a pagar (incluindo empréstimos) ou a fazer (por exemplo, adiantamentos de clientes) também dividido em dois subgrupos, passivos circulantes e não circulantes, seguindo seu grau de liquidez;
- **Patrimônio Líquido:** definido como a diferença dos dois grupos citados anteriormente, sua origem básica são os aportes de capital provenientes dos sócios da companhia e de seus resultados líquidos acumulados (calculado com o DRE).

Na Tabela 1 é apresentado um modelo simplificado de balanço patrimonial, com algumas contas em maior detalhe, a título de exemplo.

Tabela 1 - Balanço Patrimonial.

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo + Patrimônio Líquido
Ativo circulante	Passivo circulante
Caixa e equivalente de caixa	Fornecedores
Contas a receber	Contas a pagar
Estoques	Obrigações tributárias
Adiantamento de fornecedores	Obrigações sociais e trabalhistas
Impostos a recuperar	Adiantamento de clientes
Despesas antecipadas	Empréstimos de curto prazo
	Provisões
Ativo não circulante	Passivo não circulante
Realizável a longo prazo	Contas a pagar de longo prazo
<i>Aplicações financeiras</i>	Empréstimos de longo prazo
<i>Impostos a recuperar</i>	Provisões
Investimentos	
Imobilizado	Patrimônio líquido
<i>Imóveis</i>	Capital social
<i>Máquinas e equipamentos</i>	<i>Capital subscrito</i>
<i>Veículos</i>	<i>(-) Capital a integralizar</i>
<i>(-) Depreciação acumulada</i>	Reserva de capital
Intangível	Reserva de lucros
<i>Softwares</i>	Ajuste de avaliação patrimonial
<i>Marcas e patentes</i>	Lucros ou prejuízos acumulados
<i>(-) Amortização acumulada</i>	

Fonte: Marion (2012).

2.1.2 Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)

O Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE) compreende as contas de faturamento, custos e despesas em um determinado exercício (podendo ser de um trimestre ou um ano, por exemplo) de uma companhia. Segundo Marion (2012), seu principal objetivo é apurar um grande indicador global de eficiência: o Resultado do Exercício – lucro ou prejuízo.

Ainda de acordo com Marion, “em cada final de período, todas as despesas e receitas são transferidas para a Demonstração do Resultado do Exercício, e, no próximo período, apurar-se-á despesas e receita começando-se do zero”. Além disso, é importante salientar que esse demonstrativo se utiliza do regime de competência em sua elaboração, ou seja, os efeitos financeiros das transações e eventos são reconhecidos nos períodos nos quais ocorrem, independentemente de terem sido recebidos ou pagos no regime em questão.

Na análise desse demonstrativo, normalmente observa-se algumas contas em particular para quaisquer tomadas de decisão, são elas:

- **Receita Líquida:** Resultado da venda total de mercadorias/produtos/serviços no período, já considerando as deduções e/ou qualquer tipo de abatimento;
- **Lucro Bruto:** Resultado obtido subtraindo-se os custos operacionais da receita líquida, ainda sem considerar as despesas operacionais;
- **Lucro Operacional:** Lucro resultante da atividade operacional da empresa, deriva da subtração das despesas operacionais do lucro bruto, que estão diretamente relacionadas à operação da companhia;
- **Lucro/Prejuízo Líquido:** Resultado líquido à disposição dos sócios ou acionistas da companhia, derivado da diferença entre o lucro operacional e o resultado financeiro e imposto de renda e contribuição social pagos no período.

A estrutura básica de DRE é apresentada na tabela 2.

Tabela 2 - Demonstrativo do Resultado do Exercício.

Demonstrativo do Resultado do Exercício
Receita bruta
(-) Deduções sobre receita
Impostos diretos (ISS, PIS, COFINS)
Devoluções, abatimentos e cancelamentos
(=) Receita líquida
(-) Custos operacionais
Custo de matéria prima
Custo de mão de obra
(=) Lucro bruto
(-) Despesas operacionais
Despesas de venda
Despesas administrativas
Despesas gerais
(=) LAJIDA (Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
(-) Depreciação e amortização
(=) LAJIR (Lucro antes de Juros e Impostos)
(+/-) Resultado financeiro
Receita financeira
Despesa financeira
(+/-) Resultado não operacional
Receita não operacional
Despesa não operacional
(=) LAIR (Lucro antes do Imposto de Renda)
(-) Imposto de renda e contribuição social
(-) Participações no resultado
(=) Lucro líquido

Fonte: Marion (2012).

Segundo MARION (2012), além dos indicadores apresentados, há outro muito utilizado em análises financeiras: o LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) e margem LAJIDA, razão entre seu valor e a receita líquida. Esse indicador mostra a geração de caixa de uma companhia com sua operação, sendo o principal instrumento de comparação entre empresas de um mesmo setor, inclusive de diferentes nacionalidades, uma vez que seu cálculo não abrange linhas de juros, impostos e depreciação, contas que podem variar muito entre países.

2.1.3 Demonstrativo dos Fluxos de Caixa (DFC)

Com o objetivo de se ter maior entendimento do caixa gerado por uma companhia em determinado período, é usado o demonstrativo dos fluxos de caixa. Diferentemente do DRE em que se adota o regime de competência na sua elaboração, segundo o qual receitas e despesas são reconhecidas no momento de ocorrência do fato gerador e não no recebimento/desembolso

efetivo, no DFC é usado o regime de caixa, ou seja, as alterações nesse demonstrativo são feitas no momento em que há realmente alteração da posição de caixa da companhia.

A DFC pode ser dividida em três segmentos: fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa de investimentos e fluxo de caixa de financiamentos, a saber:

- Fluxos de caixa operacional (FCO): apresenta a capacidade da companhia em gerar caixa para arcar com suas necessidades de investimento e pagamento das fontes de financiamento. Exemplos de componentes que entram em seu cálculo são: recebíveis de clientes, pagamentos de fornecedores, custos/despesas com pessoal e impostos;
- Fluxos de caixa de investimentos (FCI): apresenta os desembolsos de caixa necessários para manter as atividades futuras da empresa, podendo incluir: aquisição de imobilizado e intangível, investimento em participações em outras companhias;
- Fluxos de caixa de financiamentos (FCF): apresenta o uso de fontes de financiamento da empresa, além de permitir identificar as necessidades futuras de levantamento de crédito. Pode incluir a amortização de dívida e pagamento, recebimento na emissão de ações.

A tabela 3 exhibe modelo padrão de DFC.

Tabela 3 - Demonstrativo dos Fluxos de Caixa.

Demonstrativo dos Fluxos de Caixa
Fluxo de caixa operacional (FCO)
(=) Lucro líquido
(+) Depreciação e amortização
(+/-) Aumento/redução do ativo circulantes
(+/-) Aumento/redução do passivo circulante
(=) Fluxo de caixa operacional
Fluxo de caixa de investimentos (FCI)
(+/-) Redução/aumento do ativo imobilizado
(+/-) Redução/aumento de investimentos societários
(=) Fluxo de caixa de investimentos
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento (FCF)
(+/-) Emissão/amortização de dívida
(+/-) Aumento/redução de capital da companhia
(-) Dividendos pagos
(=) Fluxo de caixa de financiamentos
(=) Saldo líquido de caixa no período

Fonte: Marion (2012).

2.2 Avaliação de Empresas

As metodologias de avaliação de empresas têm como objetivo alcançar o valor justo de mercado de determinada companhia, representando de maneira equilibrada sua potencialidade econômica (MARTINS, 2001). A avaliação de uma companhia envolve diversos fatores, como seu setor de atuação, sua estrutura de capital e principalmente os resultados futuros projetados.

Dentre as diversas abordagens para avaliação de empresas utilizadas no mercado financeiro, algumas merecem certo destaque, e serão usadas nas avaliações das companhias apresentadas nesse trabalho, são elas:

1. **Múltiplos de negociação companhias comparáveis:** nessa metodologia são reunidos múltiplos de negociação de companhias de capital aberto comparáveis ao seu alvo de avaliação. Nessa análise são usados, geralmente, os múltiplos VF/LAJIDA e VA/LL;
2. **Múltiplos de transações precedentes:** muito utilizada em transações de F&A, nessa metodologia são reunidos múltiplos implícitos de transações, usualmente, de companhias-alvo semelhantes;
3. **Fluxo de caixa descontado:** um dos métodos mais utilizados na avaliação de empresas e outros ativos, o Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* — DCF), parte do princípio básico de associação do valor de um ativo como função de seus fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente pelo seu custo de oportunidade ponderado (entre acionistas e credores), variando de acordo com o fluxo projetado, seja ele para a firma ou para o acionista.

Antes de um maior detalhamento em relação aos métodos de avaliação, vale ressaltar as diferenças entre o valor da firma (*“Enterprise Value”*) e o valor das ações (*“Price”*) da companhia, que seguem a equação 1.

$$\text{Valor das Firma} = \text{Valor das Ações} + \text{Dívida Líquida da Companhia} \quad (1)$$

Em que a dívida líquida é calculada considerando o valor das dívidas brutas (curto e longo prazo) da companhia menos o valor em caixa e equivalentes de caixa detido por ela, conforme equação 2, ambos os valores podem ser retirados do Balanço Patrimonial.

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e Equivalentes de Caixa} \quad (2)$$

2.2.1 Múltiplos de negociação de companhias comparáveis

Na avaliação de uma companhia de capital fechado, muitas vezes sem obrigatoriedade de divulgação de demonstrativos financeiro para o mercado, é comum a utilização desse método de avaliação dada a dificuldade encontrada nas projeções e nas estimativas de seus resultados, e consequentemente seus fluxos de caixa.

Dentro desse método, faz-se, inicialmente, estudo setorial com o objetivo de se mapear quais são principais os competidores, ou seja, companhias de capital aberto que mais se assemelham à companhia-alvo, comparáveis nos segmentos e mercado de atuação, estrutura de capital e tamanho (receitas, margem LAJIDA e margem líquida são comumente utilizados); após tal estudo, é feito levantamento de múltiplos de negociação dessas companhias. Para essa análise alguns múltiplos são geralmente usados, pode-se citar:

- **VF/LAJIDA:** razão entre o valor da firma (soma entre o valor das ações e dívida líquida da companhia) e o LAJIDA (“EBITDA”) que uma empresa gera em determinado exercício, normalmente ano fechado ou em últimos doze meses;
- **VA/LL:** razão entre o valor das ações e o lucro líquido gerado pela companhia em determinado exercício, normalmente ano fechado (janeiro a dezembro) ou em últimos doze meses;
- **VF/Vendas:** razão entre o valor da firma e a receita bruta gerada pela companhia em determinado exercício – geralmente utilizado em companhias em estágio inicial de maturidade, pois essas costumam apresentar pouca geração de caixa e resultado líquido;
- **VA/PL:** razão entre o valor das ações e o patrimônio líquido de uma companhia – múltiplo normalmente utilizado em instituições financeiras dada a volatilidade dos ativos e passivos em seu balanço patrimonial, já que tais ativos são essenciais na geração de receita e resultado da companhia.

As figuras 1 a 3 ilustram alguns exemplos de tabelas utilizadas em análises de múltiplos de diferentes setores da economia brasileira:

Figura 1 - Múltiplos de Negociação - Varejo de Vestuário.

Companhias Comparáveis - Varejo de Vestuário

	País	Preço/Ação	Valor das Ações	Dívida Líquida	Valor da Firma	VF / LAJIDA	
		30-Jun-17				2017E	2018E
Marisa	Brasil	5,13	1.047	527	1.574	3,4x	3,9x
Arezzo	Brasil	32,71	2.936	(199)	2.737	13,3x	11,3x
Restoque	Brasil	33,70	1.573	732	2.305	7,3x	6,5x
Riachuelo	Brasil	94,66	2.953	766	3.720	4,3x	3,7x
Hering	Brasil	19,75	3.185	(184)	3.001	11,9x	10,1x
Lojas Renner	Brasil	27,38	19.522	1.178	20.700	14,0x	11,8x
Média						9,0x	7,9x
Mediana						9,6x	8,3x

Fonte: Bloomberg (2017).

Conforme observado na figura 1, é possível concluir que o setor de varejo de vestuário negocia a múltiplos VF/LAJIDA 17E⁴ em torno de 9,0x em junho de 2017, sendo Lojas Renner e Marisa destaques positivo e negativo, respectivamente.

Figura 2 - Múltiplos de Negociação – Energia.

Companhias Comparáveis - Energia

	País	Preço/Ação	Valor das Ações	Dívida Líquida	Valor da Firma	VA / LL	
		30-Jun-17				2017E	2018E
Eletropaulo	Brasil	12,65	1.411	2.374	3.785	11,0x	5,1x
Eletrobras	Brasil	16,41	4.356	38.196	42.815	0,9x	0,7x
Light	Brasil	22,41	4.570	6.560	11.130	13,3x	6,7x
CEMIG	Brasil	8,08	6.772	12.171	18.947	6,1x	4,2x
Equatorial Energia	Brasil	54,18	10.768	2.300	13.922	15,3x	12,1x
AES Tiete	Brasil	2,70	3.219	804	4.022	7,0x	5,8x
Média						8,9x	5,8x
Mediana						9,0x	5,4x

Fonte: Bloomberg (2017).

Na figura 2 é possível verificar a análise de múltiplos VA/LL do setor elétrico, que incluem companhias de geração, transmissão e distribuição de energia pelo país. A partir dessa análise, é possível notar que o setor negocia em uma média/mediana de VA/LL 17E em torno de 9,0x em junho de 2017, com destaques positivos para a Equatorial Energia e Light.

⁴ Média de mercado para a projeção do Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização da companhia para o ano de 2017, apresentado pelo Bloomberg.

Figura 3 - Múltiplos de Negociação - Instituições Financeiras.

Companhias Comparáveis - Financeiros					
	Pais	Preço/Ação 30-Jun-17	Valor das Ações	Patrimônio Líquido	VA / PL
Itaú Unibanco	Brasil	36,75	118.723	125.944	0,94x
Bradesco	Brasil	28,15	85.984	106.808	0,81x
Santander	Espanha	25,00	96.746	87.715	1,10x
Banco do Brasil	Brasil	26,80	76.793	79.403	0,97x
BTG Pactual	Brasil	15,00	13.575	17.035	0,80x
Banrisul	Brasil	13,14	2.633	6.600	0,40x
				Média	0,84x
				Mediana	0,87x

Fonte: Bloomberg (2017).

Na figura 3 é possível verificar a análise de múltiplos VA/PL do setor financeiro nacional. A partir dela, é possível notar que o setor negocia a uma média/mediana de 0,85x em junho de 2017, com destaques para o Santander, que possui ações negociando na Espanha, seu pai se origem e também no Brasil, sob a sigla (SANB11).

2.2.2 Múltiplos de Transações Precedentes

Neste método, faz-se, assim como apresentado anteriormente, estudo setorial com o objetivo de mapear quais são os competidores, companhias de capital aberto ou fechado, que já realizaram ou foram alvo de aquisições, ou de alguma maneira fizeram parte de uma fusão em sua história. Esse estudo tem por objetivo avaliar os múltiplos implícitos dessas transações, ou seja, medir quais são os potenciais prêmios pagos em transações de F&A para empresas do setor.

Para avaliar os múltiplos de transações precedentes, usualmente os mesmos múltiplos já citados no método anterior (negociação), deve-se considerar alguns diferenciais obtidos, se comparado à análise de múltiplos de negociação:

- Prêmio de controle: em muitas transações de venda de controle da companhia, ou seja, venda de 51% da companhia ou mais, o comprador tende a pagar um múltiplo implícito maior como prêmio pela aquisição do controle;

- Potenciais sinergias: em transações de dois atuantes do setor, é comum o comprador pagar um múltiplo maior, se comparado a um *Private Equity*⁵ ou *Venture Capital*⁶, por exemplo, devido às potenciais sinergias a serem capturadas após a transação entre a companhia-alvo e a companhia compradora.

Na figura 4 estão apresentadas diferentes transações ocorridas no setor de meios de pagamento. A partir dela é possível concluir que as transações aconteceram com múltiplo médio implícito VF/Receita de 3,7x, ou seja, em média os compradores pagaram 3,7 vezes a receita bruta anual gerada pela companhia-alvo.

Figura 4 - Transações Prescedentes - Meios de Pagamento.

Comprador	Companhia Alvo	Data	% Part. Adquirida	Valor da Transação	VF / Receita
		Fev - 16	100%	US\$41mm	4,4x
		Nov - 15	100%	US\$890mm	4,5x
		Jun - 15	100%	US\$2,4bn	3,2x
		Jul - 13	100%	US\$1,1bn	3,3x
		Nov - 15	100%	US\$9,1bn	3,3x
Mediana					3,3x
Média					3,7x

Fonte: Bloomberg (2017).

2.2.3 Fluxo de Caixa Descontado

Um dos métodos mais utilizados na avaliação de empresas dentro do mercado financeiro, o de fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow* — DCF), parte do princípio básico de associação do valor de um ativo como função de seus fluxos de caixa livre futuros.

⁵ Da tradução literal Capital Privado, é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas com o objetivo de captar recursos para alcançar desenvolvimento da empresa

⁶ Da tradução literal Capital de Risco, realiza investimentos na fundação de uma empresa nova ou expansão de uma empresa pequena

Em termos matemáticos, pode-se representar tal método a partir da soma do valor presente de tais fluxos, conforme a equação 3.

$$Valor\ do\ Ativo = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + valor\ terminal \quad (3)$$

Em que FC_t representa o fluxo de caixa livre gerado pelo ativo no período t , sendo r a taxa de desconto que reflete o risco associado ao fluxo e n , o último ano de projeção dos fluxos. A segunda parte da equação 3 é o chamado valor terminal, que será abordada em maiores detalhes mais a frente, tal valor é calculado separadamente em relação ao valor presente dos fluxos projetados, e representa o Valor Justo de determinado ativo em um horizonte de tempo além dos projetos no método do fluxo de caixa livre, ou seja, ano em que o crescimento da companhia pode ser considerado constante.

2.2.3.1 Fluxo de caixa para o acionista vs. fluxo de caixa para a firma

Para se iniciar as projeções, é preciso saber diferenciar os fluxos de caixa para o acionista e para a firma. O valor das ações, detido pelos acionistas, pode ser obtido descontando a valor presente o Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (*Free Cash Flow to Equity* — FCFE), calculado conforme a equação 4.

$$\begin{aligned} FCFE \\ &= EBIT * (1 - Alíquota\ de\ Imposto) \\ &\quad + Depreciação\ e\ Amortização \\ &\quad + / - Variação\ de\ Capital\ de\ Giro \\ &\quad - Investimentos\ ("CAPEX") \\ &\quad + (Emissão\ de\ Dívidas - Pagamento\ da\ Dívida) \end{aligned} \quad (4)$$

A partir do fluxo exposto na equação 4, é possível chegar no valor das ações trazendo os fluxos a valor presente, conforme equação 5, com a taxa de desconto k_e - custo de capital próprio, abordado em maiores detalhes na seção 2.2.3.3, mas que pode ser entendido como o retorno esperada de um investimento com perfil de risco similar (COPELAND *et al.*, 2000).

$$Valor\ das\ Ações\ da\ Companhia = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + perpetuidade \quad (5)$$

Alternativamente, é possível calcular pelo método do fluxo de caixa descontado o valor da firma. Para isso, é descontando a valor presente o fluxo de caixa livre para a firma (*Free Cash Flow to Firm* — FCFF), calculado como apresentado na equação 6.

$$\begin{aligned}
 &FCFF \\
 &= EBIT * (1 - \text{Alíquota de Imposto}) \\
 &\quad + \text{Depreciação e Amortização} \\
 &\quad + / - \text{Variação de Capital de Giro} \\
 &\quad - \text{Investimentos ("CAPEX")}
 \end{aligned} \tag{6}$$

De modo análogo, é possível calcular o valor presente dos fluxos – equação 7, descontando a uma taxa de desconto, o chamado WACC (*“Weighted Average Capital Cost”*), ou seja, o custo médio de capital da companhia, considerando tanto a taxa de capital próprio como custo de capital de terceiros, abordado em mais detalhes na seção 2.2.3.3.

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \text{perpetuidade} \tag{7}$$

Conforme já abordado no início do capítulo, os fluxos para a firma e para o acionista podem ser diferenciados pelos fluxos das dívidas (emissão de dívidas e seus pagamentos), conforme exposto na equação 1.

2.2.3.2 Valor Terminal

Segundo Damodaran (2007), não é viável estimar fluxos de caixa até o infinito, por isso é necessário o cálculo de um valor terminal a partir de determinado período. Esse valor terminal para fins de avaliação de empresas geralmente é calculado considerando uma continuidade operacional da empresa, ao considerar uma taxa de crescimento estável (*“g”*), no mercado financeiro se utilizam os crescimentos da inflação de longo prazo, assim é possível calcular o valor terminal por um modelo de crescimento de uma perpetuidade, conforme exposto na equação 8.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FC_{t+1}}{WACC - g} \tag{8}$$

2.2.3.3 Taxa de Desconto

2.2.3.3.1 CAPM – (“Capital Asset Pricing Model”)

A fim de medir o risco a que está submetida uma empresa existem diversos modelos desenvolvidos, entre os quais se destaca o “Modelo de Precificação de Ativos Financeiros” (*capital asset pricing model* — CAPM) por ser o mais longamente utilizado e, ainda hoje, o padrão na maior parte do mercado.

Assumindo que não haja custos transacionais, que todos ativos sejam negociados e que os investimentos sejam infinitamente divisíveis, o CAPM toma como ponto de partida a possibilidade de o investidor manter a diversificação de seu portfólio sem custos adicionais, chegando, no limite, a conter todos ativos do mercado proporcionalmente a seus valores de mercado (DAMODARAN, 2012).

O retorno esperado de um ativo, utilizando o modelo do CAPM, pode ser equacionado como apresentado na equação 9.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] + R_C \quad (9)$$

Em que:

- $E(R_i)$ representa o retorno esperado de determinado ativo i sob avaliação – ou como será melhor detalhado mais a frente, poderá ser chamado de custo de capital próprio ou k_e ;
- R_f refere-se à taxa livre de risco, ou seja, o retorno de investimento sobre o qual o investidor tem zero risco de recebimento – títulos governamentais são normalmente utilizados;
- $E(R_m)$ é o retorno esperado para mercado como um todo, ou seja, representa o prêmio de risco exigido pelo investidor que aloca recursos no índice como um todo;
- R_C refere-se ao risco dado a determinado país, normalmente baseado no risco de não pagamento das dívidas públicas, com indicadores como o EMBI+, visto em maior detalhes no decorrer do capítulo;
- β_i (beta) captura o risco adicional do ativo i e pode ser calculado seguindo a equação 10.

$$\beta_i = \frac{\text{Covariância do ativo } i \text{ em relação o mercado}}{\text{Variância do mercado}} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (10)$$

Em relação ao cálculo do custo de capital próprio, baseado nos itens dispostos acima, serão utilizados os dados relativos aos Estados Unidos da América, por ser uma economia com maior maturidade em relação ao Brasil, e com o mercado de capital maior e mais robusto que o brasileiro, além de ter como premissa a livre circulação de capital entre as economias. Além disso, em todos os itens usados no custo de capital da Companhia, foram usados dados com data base em 30 de junho de 2017, data final do 2 trimestre contábil da Lojas Renner.

Nos próximos subitens são apresentados todos os fatores que compõe a expressão 9 em maiores detalhes.

2.2.3.3.1.1 Taxa Livre de Risco

Segundo Copeland *et al.* (2000), para que um ativo possa ser usado para a obtenção da taxa livre de risco devem ser obedecidas duas condições: *i)* não deve haver risco de inadimplência e *ii)* não deve haver risco de reinvestimento.

A primeira condição implica que títulos de dívida emitidos por governos possam ser utilizados para tal finalidade. Ainda assim, há algumas restrições, no caso de países em que risco de inadimplência da dívida soberana, como é o caso de diversos países não desenvolvidos.

A segunda condição torna obrigatório utilizar títulos com prazo similar ao período de projeção, vez que a adoção de taxas sobre papéis com vencimento anterior incorreria risco de encontrar taxas distintas no momento do reinvestimento, e, pela mesma motivação, com pagamento exclusivamente no vencimento.

Em relação à taxa livre de risco em mercados sem uma entidade livre de riscos, Damodaran (2012) aponta duas possibilidades:

1. Assumindo que o capital possa fluir livremente entre economias, não deve haver diferença na taxa livre de risco real. Dessa forma, partindo da taxa livre de risco para um mercado estável, basta fazer uma correção pela inflação nos dois mercados para encontrar a taxa equivalente no país-alvo. Na equação 11, apresenta-se como exemplo a obtenção dessa taxa para o Brasil ($R_{f_{Brasil}}$), partindo da norte-americana ($R_{f_{EUA}}$).

$$R_{f_{Brasil}} = (1 + R_{f_{EUA}}) * \frac{1 + \text{Projeção de Inflação}_{Brasil}}{1 + \text{Projeção de Inflação}_{EUA}} - 1 \quad (11)$$

2. Em casos de restrições do fluxo de capital entre os diferentes mercados, o retorno real esperado de cada economia deve ser igual à sua taxa de crescimento esperada.

No cálculo do custo de capital próprio da Lojas Renner, fora usada a média de 365 dias do retorno esperado para um título de 10 anos do governo dos EUA (com o intuito de evitar o efeito de risco adicional devido a projeção da inflação de longo prazo, uma solução é considerar como taxa livre de risco o bônus de 10 anos), por tratar-se de título considerado sem risco de recebimento. Conforme a figura 5, é possível notar que a taxa de retorno do título permaneceu entre 1,20% a.a. e 2,80% a.a. nos últimos 12 meses (julho 2016 – junho 2017), tendo como média 2,10% a.a.- a ser usado no cálculo do custo de capital próprio da Companhia. Em relação ao gráfico, é possível identificar que a alta da taxa ocorrida em 2016 coincidiu com as eleições para presidência dos EUA.

Figura 5 - Taxa do título de 10 anos – Estados Unidos da América.



Fonte: Bloomberg (2017).

2.2.3.3.1.2 Prêmio de Mercado

A forma de mensuração do risco de mercado mais empregada utiliza prêmios históricos de ações (índices como o Ibovespa) sobre títulos livres de risco. Assim, tal método se aplica bem a mercados grandes e diversificados, com longo histórico de retorno de ações e títulos do governo, como o norte-americano. Para mercados em que as séries históricas de retorno do mercado de capitais não servem bem à estimativa do prêmio de mercado, (DAMODARAN,

2012) propõe que se parta do prêmio em um mercado maduro ao qual deve ser somado prêmio específico ao mercado em questão.

Na execução desse trabalho, fora utilizado o relatório Ibbotson 2015, publicado pela editora Morningstar. Nesse relatório é apresentado como prêmio de mercado a média aritmética histórica entre o retorno total das ações de grandes companhias americanas e o rendimento dos títulos de longo prazo do governo dos EUA - apresentando média de 7,00% a.a.⁷.

2.2.3.3.1.3 *Risco País*

Em relação ao prêmio de risco país, Damodaran (2012), propõe o emprego de *spreads* dos riscos de inadimplência dos títulos emitidos pelos dois países ou métrica relacionada à volatilidade dos mercados. No primeiro caso, pode ser utilizada a classificação de risco da dívida soberana, como aqueles emitidos por agências como Standards & Poor's, Moody's e Fitch, ou ainda os dados do EMBI+, divulgados pelo JP Morgan, que mostra os retornos financeiros obtidos a cada dia por uma carteira selecionada de títulos do Brasil, indicando assim o risco país.

Conforme figura 6, é possível notar que o índice permaneceu entre 250 e 370 pontos, o que representa um risco Brasil entre 2,50% a.a. e 3,70% a.a. nos últimos 12 meses (julho 2016 – junho 2017) – apresentando média de 3,02% a.a. a ser usado no cálculo do custo de capital da Lojas Renner.

⁷ Usa como base histórica os retornos das ações do índice S&P 500 em um intervalo entre 1926 e 2014.

Figura 6 - Risco país - EMBI+ Brasil.



Fonte: IPEADATA (2017).

A partir dos dados discutidos anteriormente, é possível avaliar o custo de capital próprio da Companhia a partir da equação 12.

$$E(R_i) = 2,10\% + \beta_i[7,00\%] + 3,02\% \text{ a. a.} \quad (12)$$

2.2.3.3.1.4 Beta

No modelo CAPM, como discutido anteriormente, o beta de um investimento representa o risco adicionado ao mercado. Segundo Damodaran (2012), existem formas de estimar tal parâmetro, dentre elas as mais utilizadas são: beta baseado em dados históricos de mercado e beta fundamental.

Beta baseado em dados históricos

Forma tradicional de cálculo do beta para companhias de capital aberto, ou seja, que possuem ações em negociação na bolsa de valores, tal método utiliza o coeficiente linear da regressão entre os retornos do ativo contra os retornos de um índice de mercado (ROSENBAUM; PEARL, 2013).

Tal abordagem apresenta limitações em mercados em que há pouca liquidez, como o Brasil, e, principalmente, para empresas de capital fechado. Nesses casos, o método do beta fundamental é comumente utilizado.

Beta fundamental

Segundo Damodaran (2012), três fatores determinam o risco (e, portanto, o beta) de uma companhia: *i*) seu setor, *ii*) sua alavancagem operacional e *iii*) sua alavancagem financeira, que podem ser melhor detalhadas como:

- **Setor:** uma vez que o beta captura o risco do ativo em relação a um índice de mercado amplo, tal parâmetro será maior caso o setor em que a empresa atua seja mais sensível aos movimentos do mercado;
- **Alavancagem operacional:** empresas com custos fixos mais elevados proporcionalmente aos custos totais tendem a estar mais expostas a volatilidade e, portanto, tendem a ter betas maiores.
- **Alavancagem financeira:** o beta de uma empresa será maior para uma maior alavancagem financeira, vez que o comprometimento com credores cria maior risco no resultado de uma companhia. A relação entre o beta de uma empresa com e sem alavancagem financeira é dada pela equação 13.

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right)] \quad (13)$$

Em que β_L é o beta alavancado da empresa, β_U representa o beta desalavancado, T a alíquota de impostos sobre o resultado da empresa e D/E é a relação entre dívida e patrimônio (*Equity Value*) da companhia.

Com base nessas componentes do beta, Copeland et al. (2000) propõem forma alternativa de cálculo do beta, que segue os seguintes passos, considerando uma companhia atuando em um único setor: i) estudo do setor para determinação de companhia de capital aberto com atuação no próprio; ii) cálculo dos betas alavancados dessas companhias, pelo método histórico; iii) estimativa do beta desalavancado do setor, utilizando como beta alavancado a média (ou mediana) das companhias comparáveis e a relação média D/E desse grupo, como conforme equação 14.

$$Beta\ desalavancado_{Setor} = \frac{beta\ alavancado_{comparáveis}}{[1 + (1 - T)(D/E_{comparáveis})]} \quad (14)$$

Assim, calcula-se a relação dívida-patrimônio da companhia-alvo e, a partir da equação 13, alavanca-se o beta encontrado na equação anterior, para chegar à estimativa do beta.

Para companhias presentes em mais de um setor, Damodaran (2012) orienta o uso dos três primeiros passos para calcular o beta desalavancado de cada um dos setores em que companhia atua e, em seguida, o cálculo de sua média ponderada baseado nos resultados da companhia em cada um.

No cálculo do custo de capital da Lojas Renner, fora usado competidores do setor de varejo as seguintes companhias: Lojas Marisa, Arezzo, Restoque, Guararapes e Cia. Hering. A partir delas, foi possível a realização do cálculo do beta alavancado da Cia, que conforme figura 7 é igual a 0,75. Tendo como data base 30 de junho de 2017, foram usados os últimos 12 meses na análise dos betas do setor.

Figura 7 - Betas de companhias do setor de varejo de vestuário.

Companhia	Dívida / Capital Total	Dívida / PL	Alíquota de Imposto	Alavancagem	Beta Alavancado	Beta Desalavancado
Marisa Lojas S.A.	33,5%	50,3%	34%	1,33	0,97	0,73
Arezzo Industria e Comercio S.A.	(7,3%)	(6,8%)	34%	0,96	0,64	0,67
Restoque Comercio e Confeccoes de Roupas S.A.	31,8%	46,6%	34%	1,31	0,78	0,60
Guararapes Confeccoes S.A.	11,5%	13,0%	34%	1,09	0,77	0,71
Cia Hering SA	(6,0%)	(5,7%)	34%	0,96	0,89	0,92
Média	12,7%	19,5%			0,81	0,72
Mediana	11,5%	13,0%			0,78	0,71
Lojas Renner	5,8%	6,2%	34%	1,04	0,75	0,72

Fonte: Bloomberg (2017).

2.2.3.3.2 Cálculo do Custo de Capital

É sabido que as companhias possuem fontes diversificadas de capital, podendo levantar recursos com investidores ou com financiadores. Em ambos os casos, o capital possui um custo associado ao retorno exigido pela outra parte.

Como apresentado no início da seção, empregando-se o modelo CAPM (*capital asset pricing model*), o custo de capital próprio é determinado pela taxa livre de risco mais um prêmio pelo risco incorrido no investimento, como resume a equação 15.

$$K_e = 2,10\% + 0,75 \times 7,00\% + 3,02\% = 10,40\% \text{ a. a.} \quad (15)$$

Em relação a equação 15, é possível se calcular o custo de capital próprio da companhia em termos nominais em dólar americano. Para transformá-lo para o real (moeda corrente no Brasil), é necessário a aplicação do diferencial de inflação, que pode ser calculado segundo a equação 16.

$$D_i = \frac{(1+I_{Brasil})}{(1+I_{EUA})} - 1 \quad (16)$$

No tocante às inflações utilizadas no cálculo do diferencial de inflação, são utilizadas as projeções de longo prazo tanto brasileiras quanto americanas. Quanto à inflação brasileira, segundo expectativas do mercado financeiro e divulgado pelo Banco Central do Brasil, será aproximadamente 4,00% a.a. em 2021; já em relação à inflação americana, a previsão é que seja em torno de 2,20% a.a., segundo dados disponibilizados na plataforma Bloomberg. Portanto, conforme equação 17, o valor do diferencial de inflação é igual a 1,76% a.a..

$$D_i = \frac{(1+4,00\%)}{(1+2,20\%)} - 1 = 1,76\% \text{ a. a.} \quad (17)$$

Aplicando tal diferencial de inflação ao custo de capital próprio da Lojas Renner, é possível chegar ao valor de 12,34% a.a. em reais, nominal, conforme equação 18.

$$K_e = (1 + 10,40\%) \times (1 + 1,76\%) - 1 = 12,34\% \text{ a. a.} \quad (18)$$

Em relação ao custo de capital de terceiros, que representa o retorno exigido pelos financiadores da dívida da empresa, definida como os passivos geradores de juros. Tal custo deve embutir um prêmio pelo risco de inadimplência, somado a uma taxa livre de risco.

Além da taxa livre de risco e o prêmio pela inadimplência, ainda impactam o custo de capital de terceiros a alíquota marginal dos impostos sobre o resultado (T), uma vez que as despesas financeiras com o endividamento não entram na base de cálculo do imposto de renda, como apresentado na equação 19.

$$k_d = (Taxa \text{ livre de risco} + Prêmio \text{ de inadimplência}) * (1 - T) \quad (19)$$

Em relação ao custo de capital de terceiros da Lojas Renner, fora considerado o custo da última emissão de debênture feita pela Companhia em fevereiro de 2017, em que ela captou

do mercado um montante de R\$300 milhões a um custo de 108% do CDI⁸. A partir disso, é possível projetar um custo de capital de terceiros de 108% do CDI projetado pelo mercado financeiro e divulgado Banco Central do Brasil para o ano de 2021, de 8,0% a.a..

Quanto a alíquota de impostos (T) fora usada a média histórica de 3 anos da alíquota efetiva de pagamento de imposto de renda e contribuição social da Companhia, de aproximadamente 33,33%. Portanto, com tais informações, é possível, a partir da equação 20, realizar o cálculo do custo do k_d da Companhia.

$$k_d = \left\{ \left[(1 + 8,0\%)^{\frac{1}{252}} - 1 \right] * 108\% + 1 \right\}^{\frac{1}{252}} - 1 * (1 - 33,33\%) = 5,78\% a. a. \quad (20)$$

O custo médio ponderado do capital (*weighted average capital cost* – WACC) pode, então, ser calculado como média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. Como apresentado na equação 21, os pesos utilizados no cálculo da média correspondem ao valor do valor de mercado (E) e da dívida (D), R\$5.740 milhões e R\$648 milhões, respectivamente.

$$WACC = 12,34\% * \frac{5.740}{5.740+648} + 5,78\% * \frac{648}{5.740+648} = \mathbf{11,96\% a. a.} \quad (21)$$

⁸ Sigla para Certificado de Depósito Interbancário, títulos de emissão das instituições financeiras, que lastreiam as operações do mercado interbancário.

3 O SETOR DE VAREJO DE VESTUÁRIO

3.1 Modelos de Negócio

De acordo com BTG Pactual (2015), o varejo de vestuário pode ser dividido entre (i) Lojas de Departamento, (ii) Varejistas de Moda Rápida, (iii) Varejistas de Moda de Valor e (iv) Lojas de Especialidades. A partir dessa divisão, é possível identificar qual o modelo de negócio proposto por cada companhia, conforme observado na tabela 4.

Tabela 4 - Modelo de negócio do setor de varejo de vestuário.

	Lojas de departamento	Varejista de Moda Rápida	Varejistas de Moda de Valor	Lojas de Especialidades
Principais Competidores	Macy's, Sears, Marks&Spencer	Zara, H&M, Forever 21	Primark, Mango	GAP, Brooks Brothers
Principais Fornecedores	Sudeste asiático e locais	Na maioria locais	Sudeste asiático e locais	Sudeste asiático e locais
Lead Time	Longo	Curto	Longo	Médio
Qualidade	Média	Média	Ruim	Boa
Média de Preço	Acessível	Acessível	Baixo	Alto
Experiência do Consumidor	Ruim	Médio	Ruim	Bom
Tamanho da Loja	Muito grande	Grande	Médio	Pequeno
Valor da Marca	Menos Importante	Importante	Importante	Muito Importante
Estratégia da Marca	Diversas marcas	Marca própria	Marca própria	Linha limitada, uma marca apenas

Fonte: BTG PActual (2015).

Considerando a demanda por produtos de vestuário altamente variável no decorrer do ano, um varejista com curto *lead time* de produção e distribuição pode garantir que a oferta e demanda se correspondam facilmente. Segundo o Banco BTG Pactual (2015), sistemas de gestão de estoques e de compras podem ser ferramentas cada vez mais utilizadas para encurtar o período de suprimento de seus produtos. A Zara, Inc., representante dos varejistas de moda rápida, é uma das maiores redes de varejo de vestuário do mundo, além disso prefere manter sua produção majoritariamente na Europa (cerca de dois terços - em detrimento da Ásia, com mão-de-obra mais barata) para que o produto final chegue mais rápido ao consumidor – a

companhia, na época, detinha de uma cadeia de suprimentos com *lead time* médio de aproximadamente 20 dias.

3.2 Companhias Abertas no Brasil

No Brasil existem cinco grandes competidores no setor de varejo de vestuário, que serão listados nessa seção com o objetivo de servir de parâmetro para os resultados da Lojas Renner, e são elas: Arezzo&Co, Cia. Hering, Lojas Marisa, Lojas Riachuelo e Restoque. Além disso, como todas essas companhias possuem ações negociando na B3, elas têm o dever de liberar trimestralmente informações financeiras e operacionais para os investidores – a partir disso, todos os números apresentados aqui têm base em junho de 2017.

3.2.1 Arezzo&Co (ARZZ3)

3.2.1.1 Visão Geral da Companhia

Fundada em 1972 em MG, a Arezzo&Co é uma companhia líder no setor de calçados, bolsas e acessórios femininos através de sua plataforma de marcas de referência, tais como: Arezzo, Schutz, Alexandre Birman, Anacapri e Fiever. Juntas, as marcas possuem 560 lojas (513 franquias e 47 lojas próprias) em todo o território nacional.

Com capital aberto desde 2011, a Arezzo&Co vem apresentando alta desde 2015 se comparado com o índice B3. Conforme figura 8, a companhia obteve crescimento de aproximadamente 36% nos últimos 24 meses, enquanto o índice obteve crescimento de aproximadamente 19% no mesmo período.

Figura 8 - Performance da ação ARZZ3 vs. índice B3.

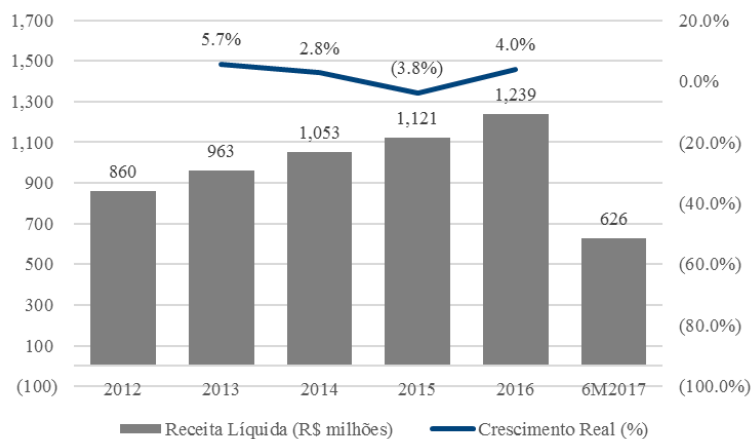


Fonte: Bloomberg (2017).

3.2.1.2 Destaques Financeiras

Em relação as receitas, apresentado em valores nominais na figura 9, a companhia vem se destacando pela crescente performance mesmo no recente período de crise econômica e incertezas políticas enfrentadas no país nos últimos anos, mantendo crescimento médio real anual em torno de 2,2%.

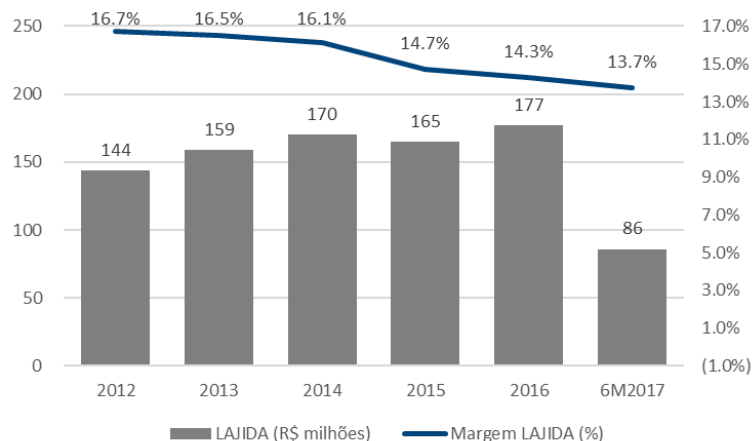
Figura 9 - Crescimento nominal de receita líquida Arezzo.



Fonte: Arezzo&Co (2017).

Quanto à geração de caixa, a companhia apesar de estar evoluindo seu LAJIDA, apresentado em valores nominais, não vem conseguindo manter sua eficiência operacional, ou seja, tem apresentado queda em sua margem LAJIDA de 16,7% em 2012 para aproximadamente 13,8% nos primeiros seis meses de 2017, conforme figura 10.

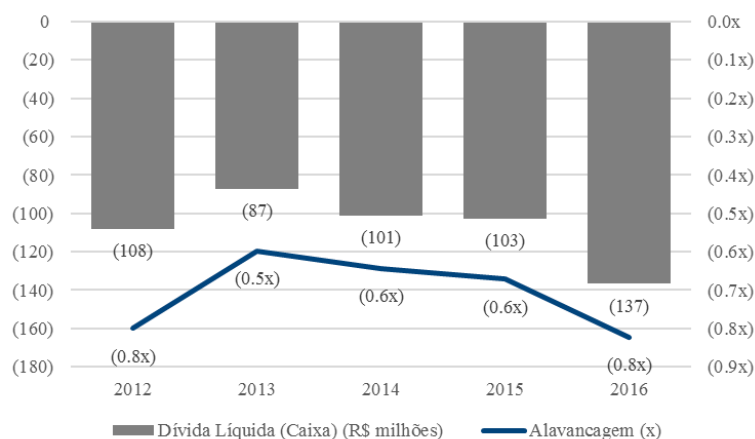
Figura 10 - Crescimento nominal de LAJIDA Arezzo.



Fonte: Arezzo&Co (2017).

Em relação à performance financeira, a Arezzo&Co vem apresentando bom desempenho, operando com caixa líquido nos últimos 5 anos, ou seja, possui endividamento (curto e longo prazo) em menor volume se comparado ao caixa e equivalente de caixa, conforme figura 11.

Figura 11 - Evolução do endividamento líquido Arezzo.



Fonte: Arezzo&Co (2017).

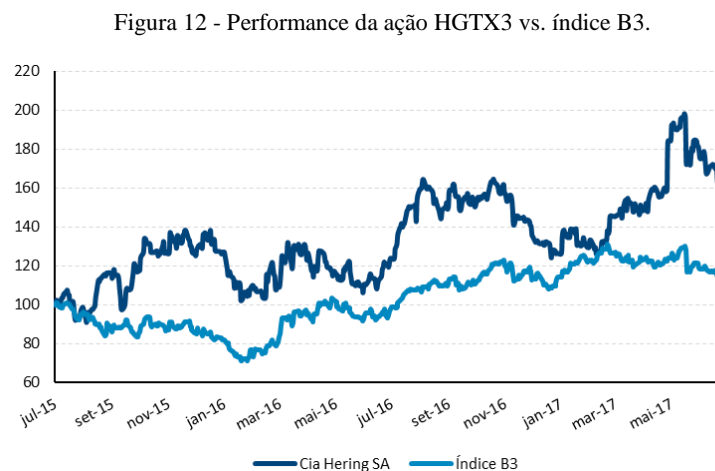
3.2.2 Cia. Hering (HGTX3)

3.2.2.1 Visão Geral da Companhia

A Cia. Hering, maior rede de franquias de varejo do Brasil e mais de 135 anos de história, possui modelo de negócios diferenciado, caracterizado por incluir: gestão de marcas,

produção e gestão de varejo. A companhia possui quatro marcas com posicionamento e focos distintos, e são: Hering – adultos de todas as classes sociais, Hering Kids – crianças de todas as classes sociais, PUC – crianças das classes A e B, DZARM – mulheres das classes A e B.

Com capital aberto desde 2007, as ações da Cia. Hering vêm apresentando alta bastante relevante desde 2015 se comparado com o índice B3. Conforme figura 12, a companhia obteve crescimento de aproximadamente 65% nos últimos 24 meses, enquanto o índice apresentou crescimento de aproximadamente 19% no mesmo período.

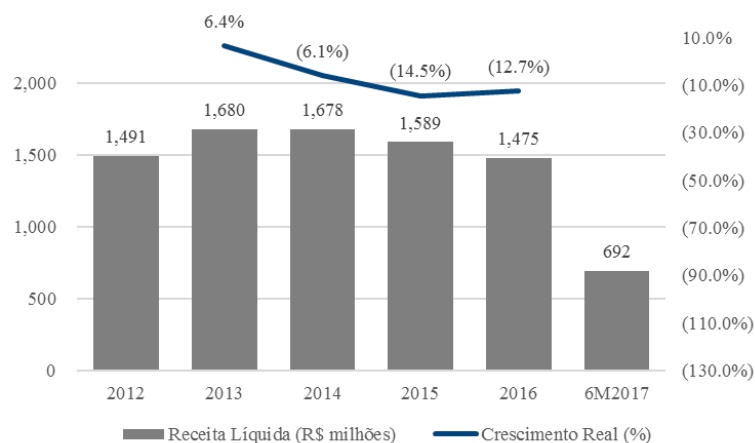


Fonte: Bloomberg (2017).

3.2.2.2 Destaques Financeiras

Em relação as receitas, apresentadas em valores nominais, a companhia vem apresentando queda em sua performance puxado pelo recente período de crise econômica e incertezas políticas enfrentadas no país nos anos de 2015 e 2016, conforme figura 13.

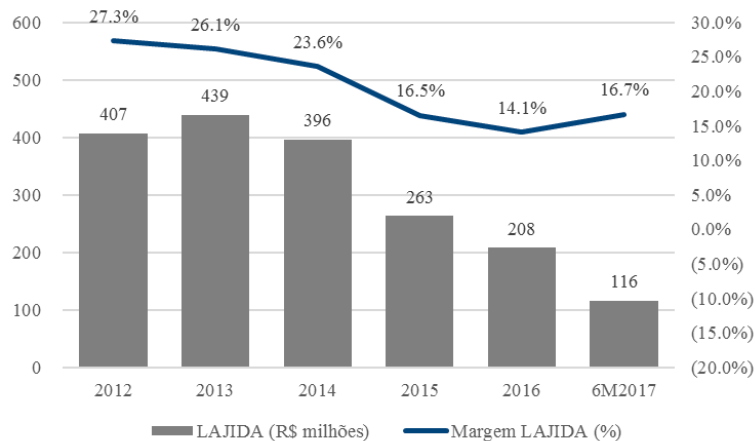
Figura 13 - Crescimento nominal de receita líquida Hering.



Fonte: Cia. Hering (2017).

Quanto à geração de caixa, a companhia, assim como sua receita líquida, vem apresentando queda em seu LAJIDA além de não estar conseguindo crescer em termos de eficiência operacional, ou seja, tem apresentado queda em sua margem LAJIDA de 27,3% em 2012 para aproximadamente 16,7% nos primeiros seis meses de 2017, conforme figura 14.

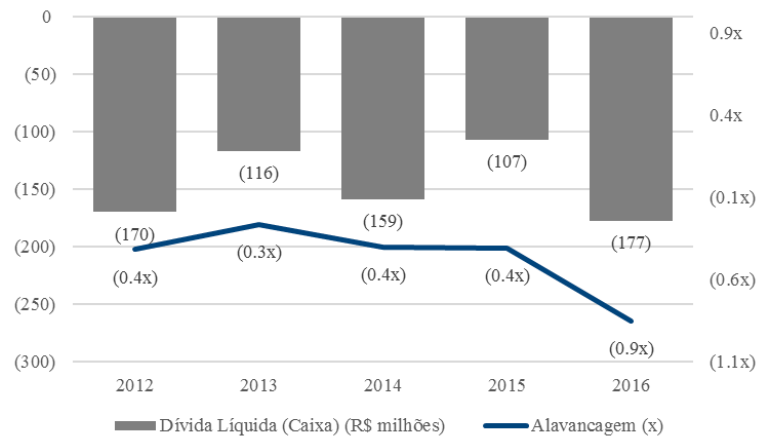
Figura 14 - Crescimento nominal de LAJIDA Hering.



Fonte: Cia. Hering (2017).

Em relação a performance financeira, a companhia também apresenta bom desempenho, operando com caixa líquido nos últimos 5 anos, ou seja, possui endividamento (curto e longo prazo) em menor volume se comparado ao caixa e equivalente de caixa, conforme figura 15.

Figura 15 - Evolução do endividamento líquido Hering.



Fonte: Cia. Hering (2017).

3.2.3 Lojas Marisa (AMAR3)

3.2.3.1 Visão Geral da Companhia

A Marisa S.A é a maior rede de moda feminina e lingerie do Brasil. A companhia desenvolve e comercializa sob sua marca corporativa "Marisa" diversos produtos entre roupas e calçados. A companhia possui cerca de 388 lojas em todo o território nacional, sendo aproximadamente 50% presentes em shopping centers.

Com capital aberto desde 2007, a Lojas Marisa vem apresentando baixa relevante desde 2015 se comparado com o índice B3. Conforme figura 16, a companhia obteve queda de aproximadamente 48% nos últimos 24 meses, com crescimento de aproximadamente 19% - isso se deveu basicamente a uma queda apresentada também em seu desempenho financeiro, como visto na figura 16.

Figura 16 - Performance da ação AMAR3 vs. índice B3.

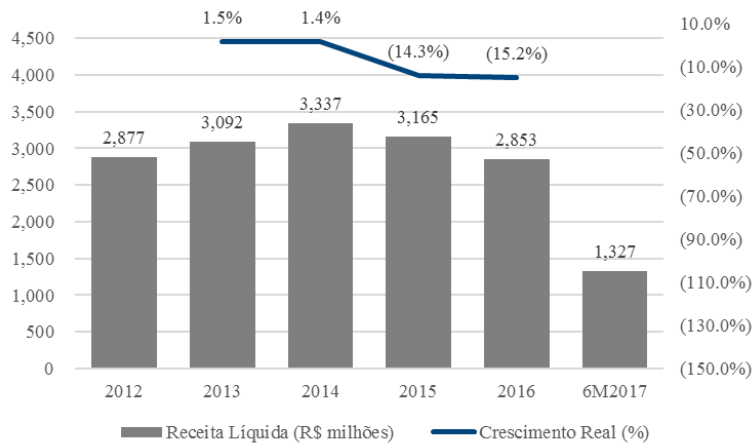


Fonte: Bloomberg (2017).

3.2.3.2 Destaques Financeiras

Em relação às receitas, a companhia vem se destacando negativamente pela queda em termos reais apresentada nos últimos dois anos, sendo afetada principalmente pelo período de crise econômica e incertezas políticas enfrentadas no país, como é possível se observar na figura 17.

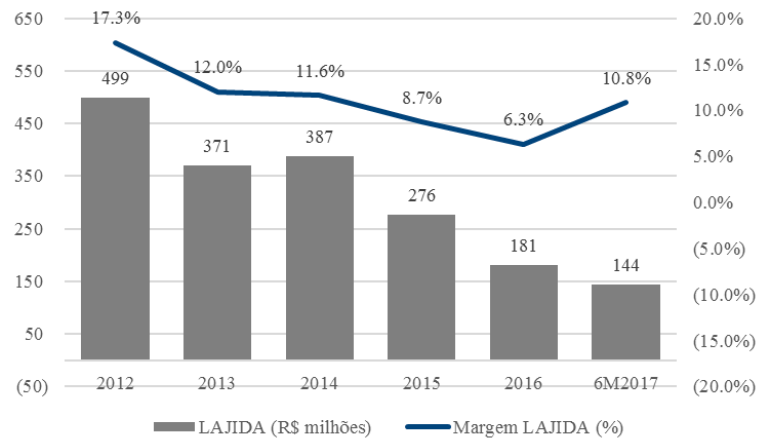
Figura 17 - Crescimento nominal de receita líquida Marisa.



Fonte: Lojas Marisa (2017).

Quanto à geração de caixa, a companhia vem apresentando queda tanto em seu LAJIDA quanto em sua eficiência operacional, com forte queda em sua margem LAJIDA de 17,3% em 2012 para aproximadamente 6,3% em 2016, conforme figura 18.

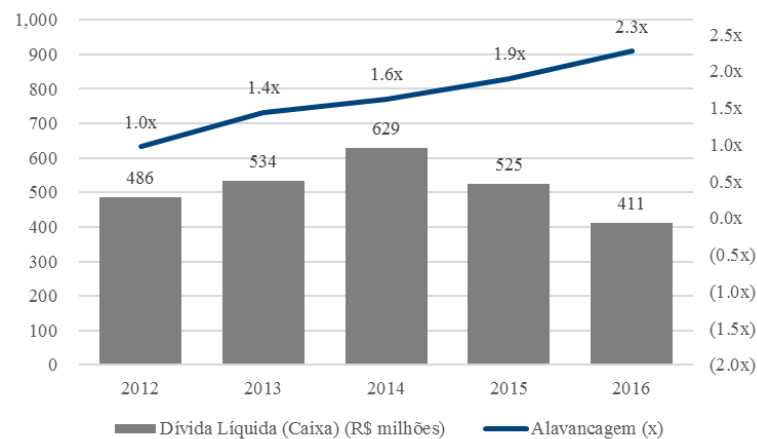
Figura 18 - Crescimento nominal de LAJIDA Marisa.



Fonte: Lojas Marisa (2017).

Em relação à performance financeira, a companhia também vem apresentando piora em seu desempenho, aumentando sua alavancagem fortemente, partindo de 1,0x em 2012 para 2,3x em 2016 – valores expressivos se comparado com os demais competidores do setor de varejo de vestuário, conforme figura 19.

Figura 19 - Evolução do endividamento líquido Marisa.



Fonte: Lojas Marisa (2017).

3.2.4 Lojas Riachuelo (GUAR3)

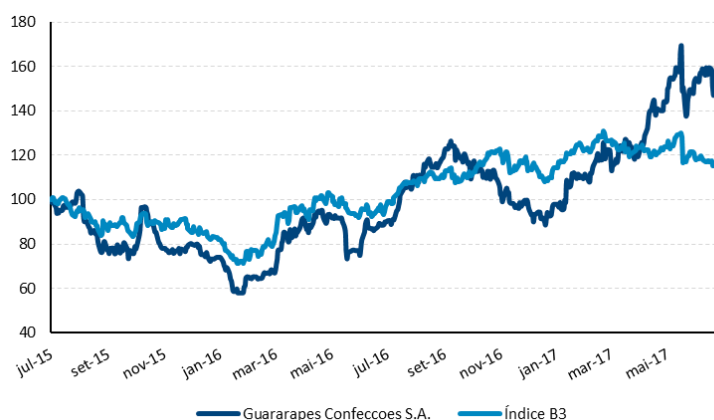
3.2.4.1 Visão geral da Companhia

O grupo Guararapes Confeções S.A. é o maior grupo empresarial de moda do Brasil e controlador da rede varejista Lojas Riachuelo, com 292 lojas espalhadas por todo o território

nacional. Além do segmento de varejo, a companhia também atua, assim como a Lojas Renner, no segmento de produtos financeiros com cartões com próprio “Label”, tendo atualmente aproximadamente 30 milhões de cartões ativos, com ticket médio de 185,00.

Em relação à performance da Companhia na bolsa de valores, é possível observar a partir da figura 20 que o papel teve desempenho mais forte que o índice B3 nos últimos 2 anos – aproximadamente 52% de crescimento, enquanto o índice cresceu menos de 20%.

Figura 20 - Performance da ação GUAR3 vs. índice B3.

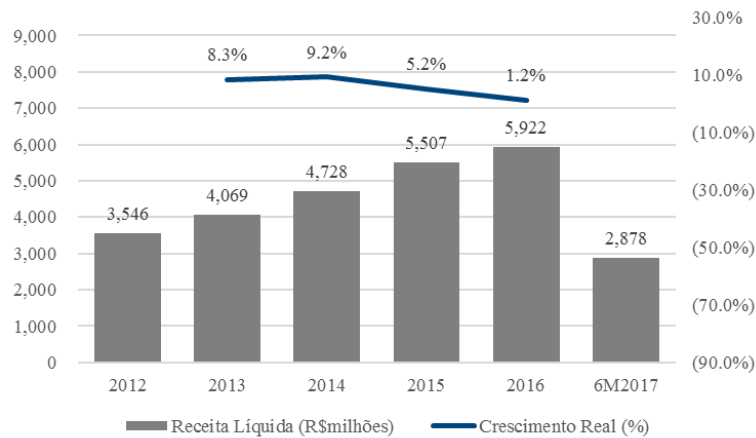


Fonte: Bloomberg (2017).

3.2.4.2 Destaques Financeiros

Conforme figura 21, a companhia vem apresentando crescimento relevante em sua receita líquida em termos nominais nos últimos 7 anos, com um crescimento real médio de 6,0% entre 2013 e 2016, ou seja, tem apresentado alto crescimento acima da inflação nacional no período considerado.

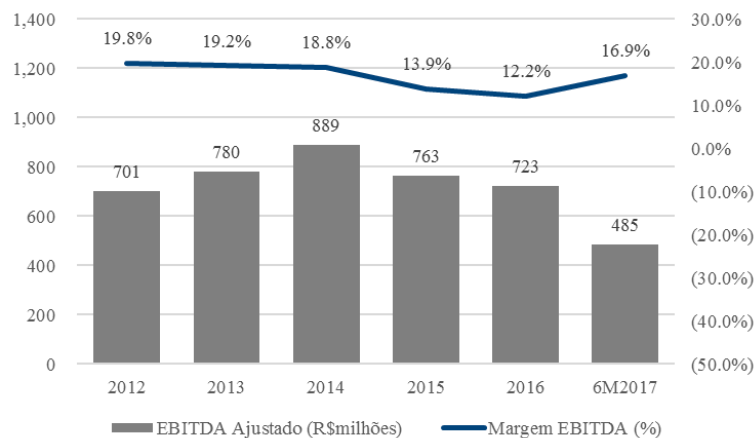
Figura 21 - Crescimento nominal de receita líquida Riachuelo.



Fonte: Guararapes (2017).

Em relação ao LAJIDA, a companhia apresentou crescimento anual médio de 0,8% e perda de margem LAJIDA de aproximadamente 7 pontos percentuais – indicando sua perda em eficiência, conforme figura 22.

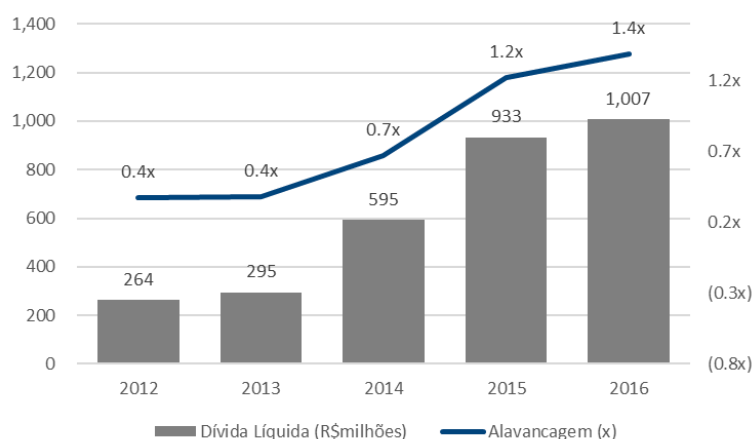
Figura 22 - Crescimento nominal de LAJIDA Riachuelo.



Fonte: Guararapes (2017).

Em relação ao endividamento líquido, a Riachuelo vinha se destacando positivamente devido a sua baixa alavancagem até o ano de 2015 – ano em que tomou empréstimo do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) com o objetivo de expandir o número de lojas em todo o país. Atualmente, a companhia apresenta alavancagem em torno de 1,4x, conforme figura 23.

Figura 23 - Evolução do endividamento líquido Arezzo.



Fonte: Guararapes (2017).

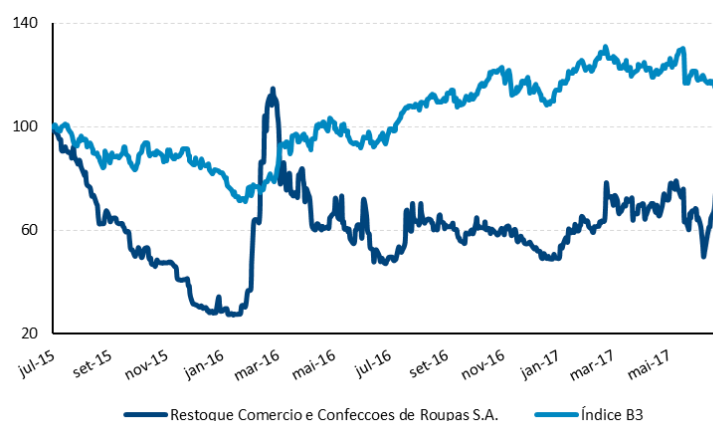
3.2.5 Restoque (LLIS3)

3.2.5.1 Visão geral da Companhia

A companhia foi fundada em 1982, sob o nome Restoque Comércio de Roupas Ltda. Em 1988, foi criada a marca Le Lis Blanc, com o objetivo de desenvolver um negócio de moda feminina direcionada ao público de alto padrão aquisitivo, e desde então a companhia tem crescido em número de marcas e lojas espalhadas pelo território nacional. Atualmente possui algumas marcas de grande alcance, e são elas: JOHN JOHN, Individual, BO.BÔ, Rosa Chá, BASE e Dudalina, adquirida pelo grupo em 2014. Além disso, possui atualmente 301 lojas próprias, se considerada todas as marcas e mais de 55.000m² de vendas em lojas próprias no país.

Com capital aberto desde 2008, a Restoque vem apresentando forte queda desde 2015 se comparado com o índice B3. Conforme figura 24, a companhia obteve desvalorização do papel de aproximadamente 25% nos últimos 24 meses, enquanto o índice apresentou crescimento de aproximadamente 19% no mesmo período.

Figura 24 - Performance da ação LLIS3 vs. índice B3.

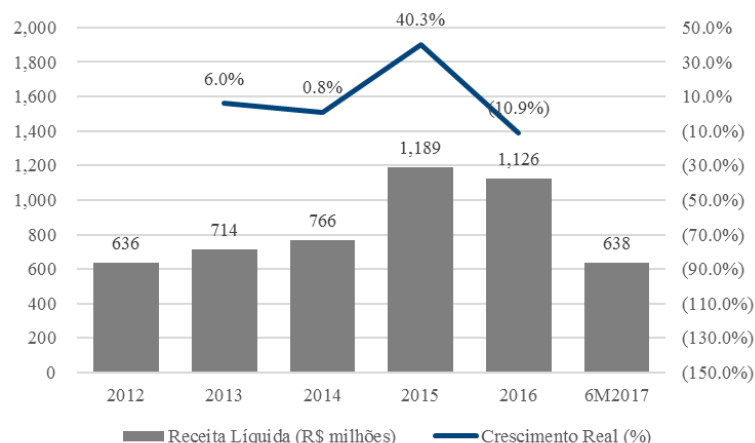


Fonte: Bloomberg (2017).

3.2.5.2 Destaques Financeiros

Em relação as receitas, apresentadas em valores nominais, a companhia vem apresentando comportamento atípico se comparada com demais competidores do setor, com alta apresentada em 2015 nas receitas devido a incorporação da marca Dudalina na companhia, conforme figura 25, o que não se repetiu no ano de 2016, em que apresentou queda real de aproximadamente 11%.

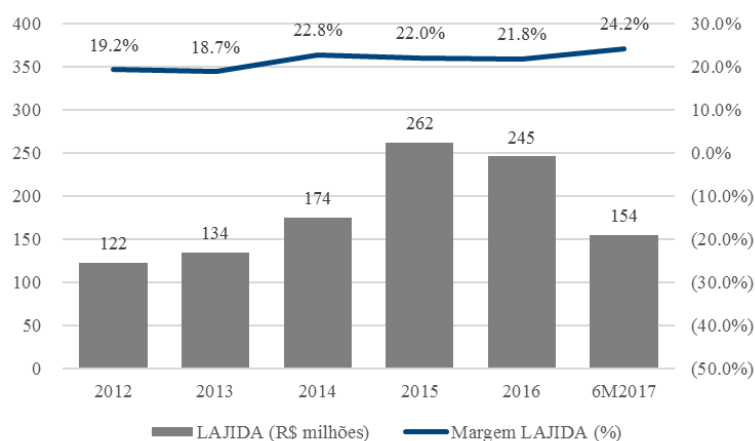
Figura 25 - Crescimento nominal de receita líquida Restoque.



Fonte: Restoque (2017).

Quanto à geração de caixa, a Restoque vem apresentando alta em seu LAJIDA além de crescimento em termos de eficiência operacional, com sua margem LAJIDA avançando de 19,2% em 2012 para aproximadamente 24,2% nos primeiros seis meses de 2017, conforme figura 26.

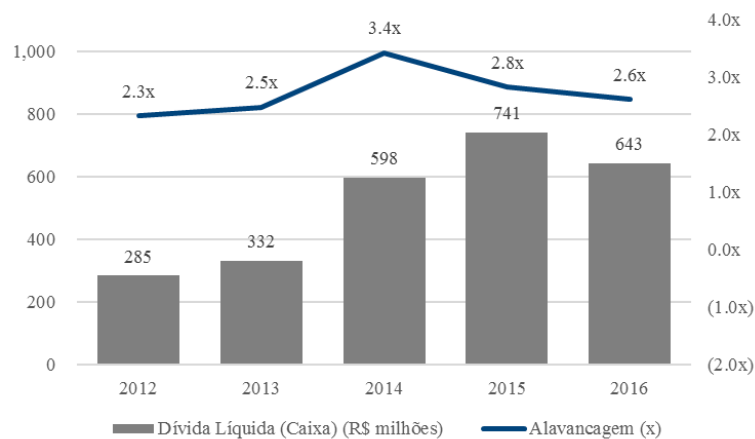
Figura 26 - Crescimento nominal de LAJIDA Restoque.



Fonte: Restoque (2017).

Em relação à performance financeira, a Restoque vem apresentando um mal desempenho, se comparada com os demais competidores do setor – citados anteriormente, operando com alavancagem próxima de 3,0x, ou seja, sua dívida líquida é quase três vezes maior que o caixa gerado com suas operações (LAJIDA), conforme figura 27.

Figura 27 - Evolução do endividamento líquido Restoque.



Fonte: Restoque (2017).

3.2.6 Quadro Comparativo do Setor

A partir das informações apresentadas nessa seção, é possível elaborar quadro comparativo com os principais indicadores, com o objetivo de facilitar a compreensão das margens e performance geral do setor dentro da análise de Valor Justo da Lojas Renner.

Na tabela 5 é possível verificar os principais destaques financeiros e operacionais do setor de varejo de vestuário, que serviram de base comparativa dentro da seção 4, em que a Lojas Renner será abordada em maiores detalhes.

Tabela 5 - Quadro comparativo do setor de varejo de vestuário.

Companhia	Valor de Mercado (R\$mm)	Valorização da Ação (Últimos 2 anos) (%)	Receita Líquida (2016) (R\$mm)	LAJIDA e Margem (2016) (R\$mm e %)	Dívida (Caixa) Líquida e Alavancagem (2016) (R\$mm e x)
Arezzo&Co	2.936	36,2%	1.239	177 14,3%	(137) (0,8x)
Cia. Hering	3.185	65,1%	1.475	208 14,1%	(177) (0,9x)
Lojas Marisa	1.047	(48,2%)	2.853	181 6,3%	411 2,3x
Lojas Riachuelo	2.953	52,4%	5.922	723 12,2%	1.007 1,4x
Restoque	1.573	(24,8%)	1.126	245 21,8%	643 2,6x

Fonte: Bloomberg (2017).

4 A COMPANHIA – Lojas Renner (LREN3)

Desde seu IPO (Oferta Pública Inicial) em 1967, a Lojas Renner tem sido destaques por suas operações e resultados financeiros, sendo o maior varejista brasileiro de moda, com 310 lojas sob a marca Renner, e presente em todos os estados do país. A empresa que possui foco no mercado feminino da classe média brasileira, também possui a Camicado, varejista de eletrodomésticos, adquirida em 2011 com 28 lojas, atualmente com 93 lojas, além disso a Companhia possui a marca YouCom com 70 lojas em todo o país.

A empresa, fundada em 1912, em 2005 tornou-se a primeira corporação brasileira, ou seja, a Companhia possui a totalidade do seu capital negociado na bolsa de valores de São Paulo – B3.

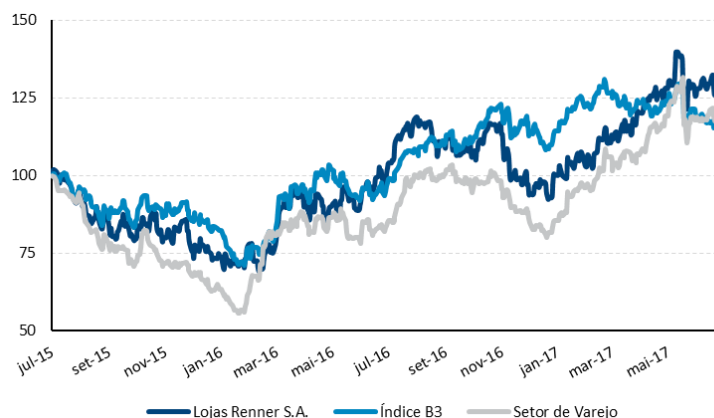
4.1 Visão geral da Companhia

As atividades da Companhia estão divididas em dois principais segmentos: varejo e produtos financeiros, e os principais destaques operacionais estão evidenciados ao longo da seção.

Em relação à performance da Companhia no mercado, é possível observar a partir da figura 28 que o papel teve desempenho mais forte que o índice B3 e os demais competidores do setor nos últimos 2 anos – com crescimento de 30% nesse período, em detrimento do setor de varejo de vestuário⁹ e bolsa com crescimentos de, respectivamente, 21% e 19% para o mesmo período.

⁹ Setor de varejo de vestuário considera os valores da Lojas Renner

Figura 28 - Performance da ação LREN3 vs. índice B3 vs. setor de varejo de vestuário.



Fonte: Bloomberg (2017).

4.1.1 Composição Acionária e Estrutura Organizacional

Conforme comentado anteriormente a Companhia possui 100% do seu capital em negociação na B3, entretanto existem alguns acionistas relevantes devido a sua participação nesse capital em negociação, conforme tabela 6.

Tabela 6 - Estrutura acionária da Lojas Renner.

Acionista	Ações Ordinárias	(%)
Aberdeen Asset Management PLC.	106.155.995	14,93%
T. Rowe Price Associates, Inc.	104.726.700	14,73%
J.P. Morgan Asset Management H.Inc.	49.293.866	6,93%
Outros	449.469.271	63,20%
Ações em Tesouraria	1.499.850	0,21%
Total de Ações	711.145.682	100,00%

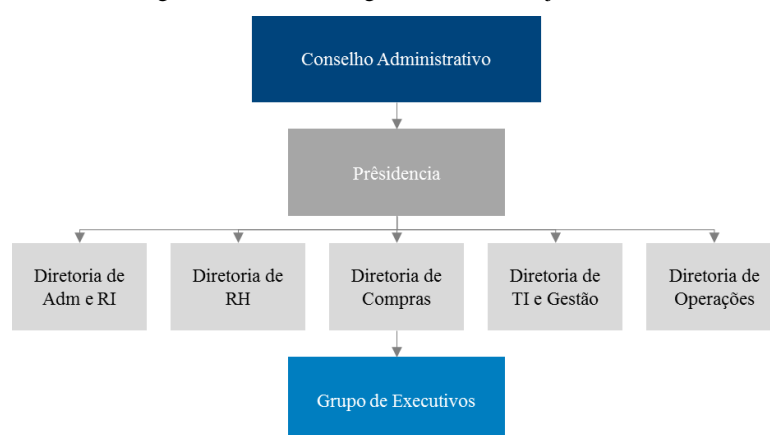
Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2017)

As ações da Lojas Renner são negociadas no "Novo Mercado", segmento especial do mercado de ações da B3, destinado exclusivamente a companhias que atendam a requisitos mínimos e aceitem submeter-se a regras de "governança corporativa" diferenciadas. A seguir estão alguns dos principais pontos que caracterizam o Novo Mercado e são aplicáveis à Companhia:

- Ações que representem no mínimo 25% do capital social devem estar em circulação (não podem ser detidas pelo controlador);
- Conselho de Administração com no mínimo 5 membros, com mandato unificado de um ano;
- Demonstração de fluxo de caixa presente nos ITRs e nas demonstrações contábeis anuais;
- O cronograma de eventos corporativos divulgado anualmente.

Quanto à estrutura organizacional da Companhia, ela possui 8 membros em seu Conselho Administrativo, responsáveis pelas principais decisões da Cia em 4 diferentes frentes: (i) pessoas, (ii) sustentabilidade, (iii) estratégia, e (iv) auditoria e gestão de riscos.

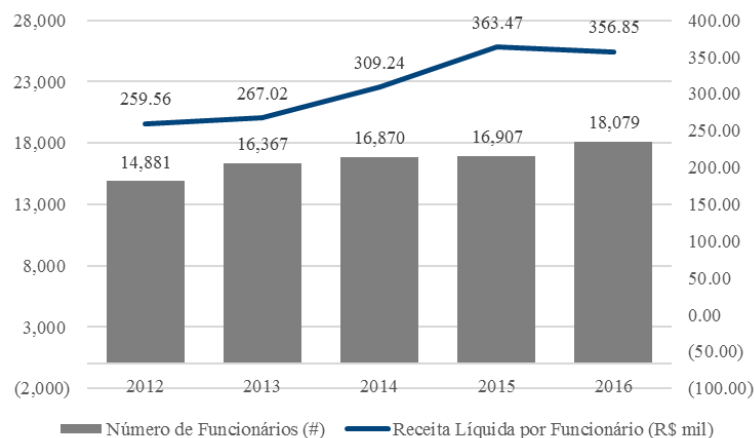
Figura 29 - Estrutura organizacional da Lojas Renner.



Fonte: Lojas Renner (2017).

Conforme figura 29, a Cia possui 5 diretorias responsáveis por todas as suas frentes operacionais, que são: (i) Administrativa e Relações com Investidores, (ii) Recursos Humanos, (iii) Compras, (iv) Tecnologia da Informação e Gestão, e (v) Operações. Em relação ao número de funcionários da Cia, a partir da figura 30 é possível notar o tamanho e o ganho de eficiência que a Companhia obteve nos últimos anos, se analisarmos a razão receita líquida/número de funcionários – considerando Renner, Camicado e YouCom.

Figura 30 - Evolução do número de funcionários da Lojas Renner.



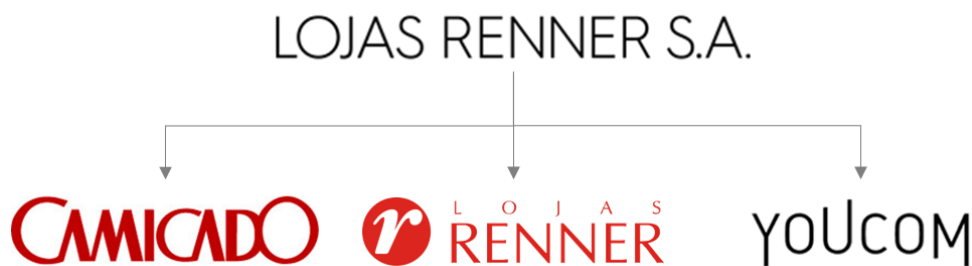
Fonte: Lojas Renner (2017).

4.1.2 Áreas de Atuação

A Lojas Renner possui atuação em dois diferentes segmentos dentro de sua operação: (i) varejo, por meio das marcas Renner, Camicado e YouCom, (ii) financeiro, por meio dos cartões Renner, cartões Co-Branded e empréstimo pessoal.

4.1.2.1 Atuação em Varejo

Figura 31 - Estrutura de marcas da Lojas Renner S.A..



Fonte: Lojas Renner (2017).

Atuando em três grandes marcas, a Lojas Renner S.A. tem alcance nacional com mais de 470 lojas ao total – conforme detalhado a seguir.

- **Renner**

- Operando com aproximadamente 310 lojas em todos os estados do Brasil. A marca tem como público-alvo a população entre 18 e 39 anos, de classe A-, B e

C+. Além disso, possui 16 marcas próprias de vestuário, uma de cosméticos, uma de acessórios e uma marca de calçados.

- **Camicado**

- Adquirida em 2011, atualmente é líder no segmento de casa e decoração operando com aproximadamente 93 lojas em todos os estados do Brasil. Tem como público-alvo a população entre 18 e 39 anos, de classe A-, B e C+. Sem competição de porte dentro do segmento, a Camicado é o único competidor do segmento de alcance nacional.

- **YouCom**

- Marca lançada em 2013, atualmente opera com aproximadamente 70 lojas no país. Focada em moda jovem, também tem como público-alvo a população entre 18 e 28 anos, de classe A-, B e C+.

4.1.2.2 Atuação em Produtos Financeiros

Com três principais linhas de produto nessa área, a Companhia tem ganhado mercado e volume em carteira comparados com demais competidores do setor de varejo de vestuário nacional.

- **Cartão Renner**

- Com aproximadamente 28 milhões de cartões emitidos, esse é o principal produto do segmento. A partir desse produto a Companhia possui uma carteira de crédito de aproximadamente R\$1 bilhão, com um ticket médio superior a R\$200,00 representando, junto ao cartão Co-Branded, aproximadamente 46% total das vendas de varejo.

- **Cartão Co-Branded**

- Com aproximadamente 3 milhões de cartões emitidos, o cartão Co-Branded é um importante produto dentro do segmento. A partir desse produto a Companhia possui uma carteira de crédito de aproximadamente R\$830 milhões, considerando sua possibilidade de uso mesmo fora das lojas da marca.

- **Empréstimo Pessoal**

- Com uma carteira de aproximadamente R\$115 milhões e um ticket médio de R\$750,00, a Companhia permite saques a clientes elegíveis, através de uma taxa de juros pré-fixada.

4.1.3 Localização Geográfica

Conforme figura 32, a Lojas Renner possui forte presença nacional, com destaque para a região sudeste e sul com 257 e 102 lojas, respectivamente. Além disso, também na figura 32 é possível identificar também os centros de distribuição das marcas, peça fundamental na logística da Companhia.

Figura 32 - Presença Geográfica da Lojas Renner.



Fonte: Lojas Renner (2017).

4.2 Destaques Operacionais

4.2.1 Varejo

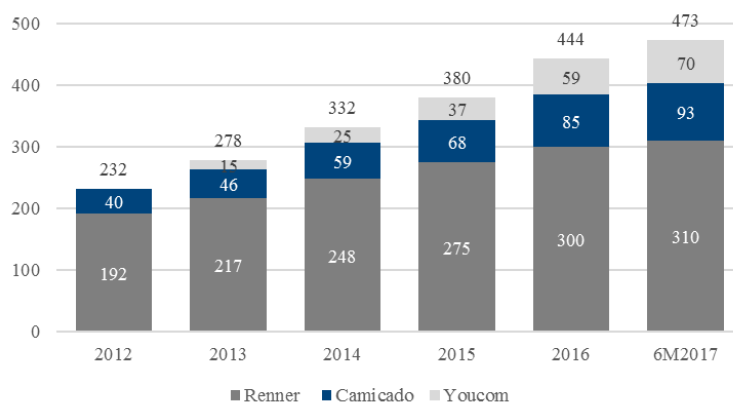
Dentro do segmento de varejo, dois fatores têm sido propulsores de crescimento dos resultados da Companhia, são elas: (i) aumento do número de lojas das três diferentes marcas, e (ii) aumento das vendas nas lojas existentes, resultado muito utilizado e analisado no mercado

financeiro, como indicador o SSS (*same store sales*) é o mais difundido, conforme demonstrado abaixo.

4.2.1.1 Números de Lojas

Conforme evidenciado na figura 33, a Companhia praticamente dobrou o número de lojas em cinco anos (2012 – 2017), principalmente impulsionado pela rápida expansão da marca Camicado, adquirida em 2011, e criação da marca Youcom em 2013. Atualmente a Lojas Renner possui cerca de 470 lojas espalhadas por todos os estados do país.

Figura 33 - Evolução do número de unidades da Lojas Renner.

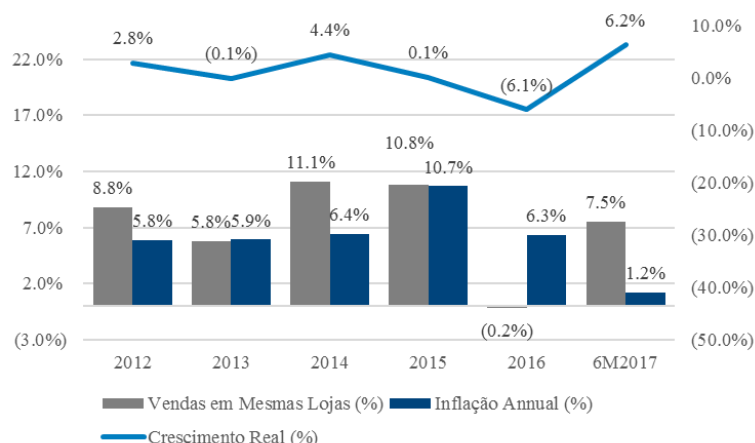


Fonte: Lojas Renner (2017).

4.2.1.2 Vendas em Mesmas Lojas (Same Store Sales – SSS)

O conceito de Vendas em Mesmas Lojas (*“Same Store Sales”*) envolve a análise das vendas realizadas por um determinado varejista na mesma base de lojas de um período anterior (geralmente, o ano anterior), portanto, estas vendas ignoram o efeito da abertura e fechamento de lojas nas vendas, como feito em uma análise de crescimento de receita simples.

Figura 34 - Evolução de vendas em mesmas lojas da Lojas Renner.



Fonte: Lojas Renner (2017).

Como indicado na figura 34, a Lojas Renner vem mantendo crescimento nominal de vendas em mesmas lojas acima de 5% a.a. nos últimos 6 anos, com exceção de 2016, em que a Companhia sofreu certa queda tendo em vista o ambiente de incertezas e crise política e econômica do país. Em termos reais, a Cia ainda possui crescimento relevante, aproximadamente 7% a.a. no acumulado desde 2012.

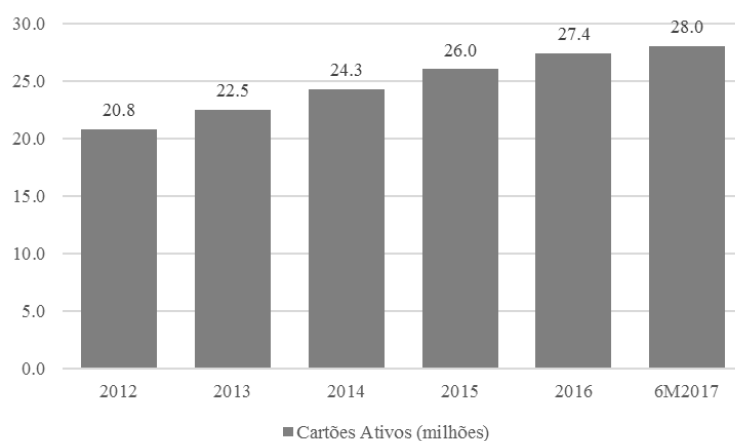
4.2.2 Produtos Financeiros

Dentro do segmento de produtos financeiros, também dois fatores têm sido propulsores de crescimento dos resultados da Companhia, são elas: (i) aumento do número de cartões ativos – considerando cartões Renner e Co-Branded, e (ii) aumento do *ticket* médio nas compras realizadas com cartão.

4.2.2.1 Cartões Ativos

Conforme figura 35, é possível notar o crescimento anual médio próximo de 8% obtido pela Cia nesse segmento em 6 anos (2011 – 2016) – considerando tanto cartões Renner quanto Co-Branded.

Figura 35 - Evolução do número de cartões ativos da Lojas Renner.

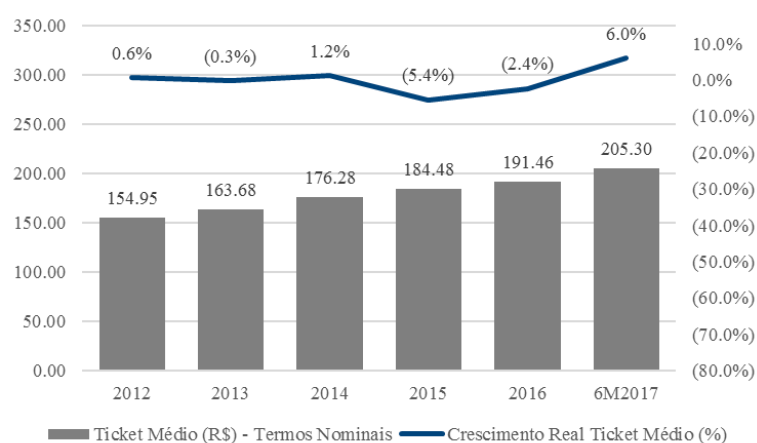


Fonte: Lojas Renner (2017).

4.2.2.2 Ticket Médio

Outro fator de forte impacto nos resultados do segmento de cartões da Lojas Renner, o ticket médio vem apresentando alto crescimento nominal nos últimos anos, conforme evidenciado na figura 36. Em termos reais, a Companhia vem apresentando pequena queda no acumulado de 2012 a 2017, em torno de 0.5% a.a. - em decorrência dos aspectos políticos e econômicos do país em 2015 e 2016, em que tivemos taxas de juros alcançando 14,15% anual em 2015.

Figura 36 - Evolução ticket médio e crescimento dos cartões da Lojas Renner.



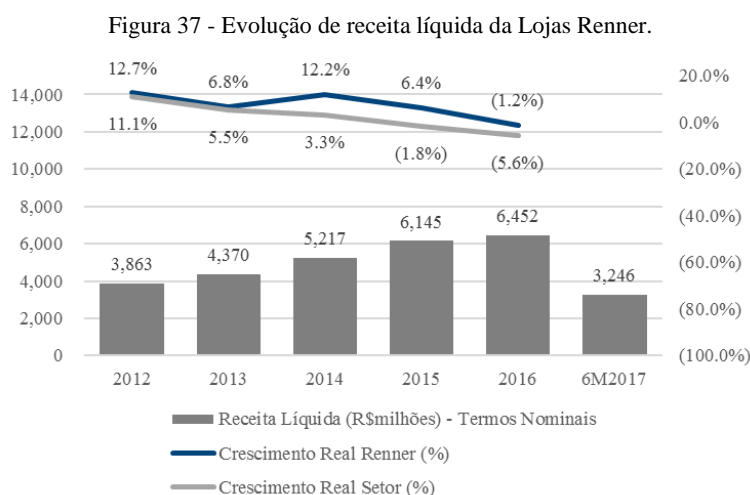
Fonte: Lojas Renner (2017).

4.3 Destaques Financeiros

Em relação aos indicadores financeiros, a Lojas Renner apresentou alto crescimento, impulsionado pela abertura de novas lojas nas marcas Camicado e Youcom em 2013, além do aumento na penetração dos produtos financeiros.

4.3.1 Receita Líquida

Conforme figura 37, a Companhia vem apresentando crescimento nominal relevante em sua receita líquida nos últimos 7 anos, com um crescimento anual médio de aproximadamente 15% entre 2011 e 2016. Em termos reais, a Lojas Renner vem apresentando performance consideravelmente melhor que os demais competidores do setor, com crescimento acumulado em torno de 42%, em detrimento dos 12% acumulados alcançado pelas demais marcas.

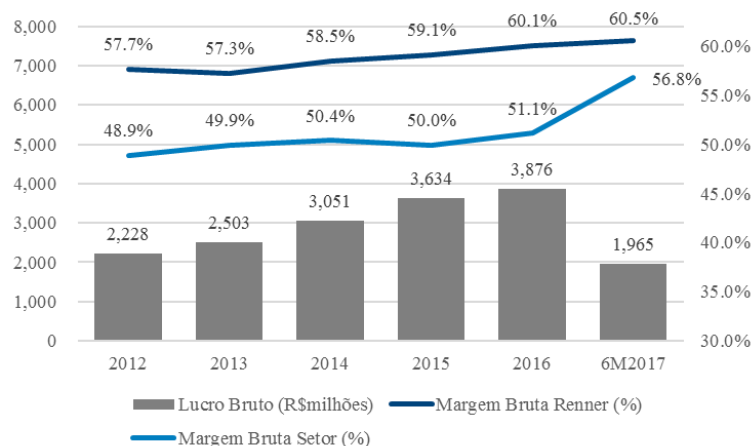


Fonte: Lojas Renner (2017).

4.3.2 Lucro Bruto

Em relação ao Lucro Bruto, ou seja, receitas menos custos diretos de vendas, a Companhia apresentou um crescimento nominal anual médio de 16% e ganho de margem bruta de aproximadamente 3,2 pontos percentuais, conforme figura 38, apresentando performance consideravelmente melhor, se comparado com seus competidores que estão em média 8 pontos percentuais abaixo da Companhia entre 2012 e 2016.

Figura 38 - Evolução de lucro bruto da Lojas Renner.

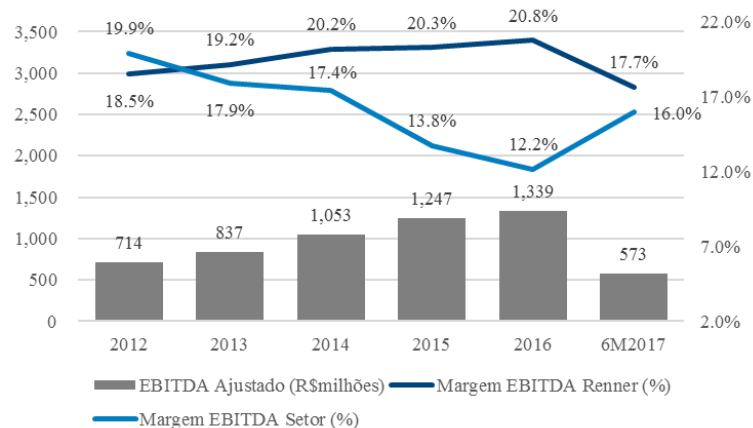


Fonte: Lojas Renner (2017).

4.3.3 LAJIDA e Margem LAJIDA

Em relação ao LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos e Depreciação e Amortização), ou seja, lucro bruto menos despesas operacionais (vendas, administrativas e gerais), a Companhia apresentou um crescimento nominal anual médio de aproximadamente 18% e ganho de margem LAJIDA de aproximadamente 2,5 pontos percentuais, conforme figura 39. Além disso, a Lojas Renner também vem apresentando performance superior a seus competidores desde 2013, com margem EBITDA em média 4 pontos percentuais maior.

Figura 39 - Evolução de LAJIDA da Lojas Renner.

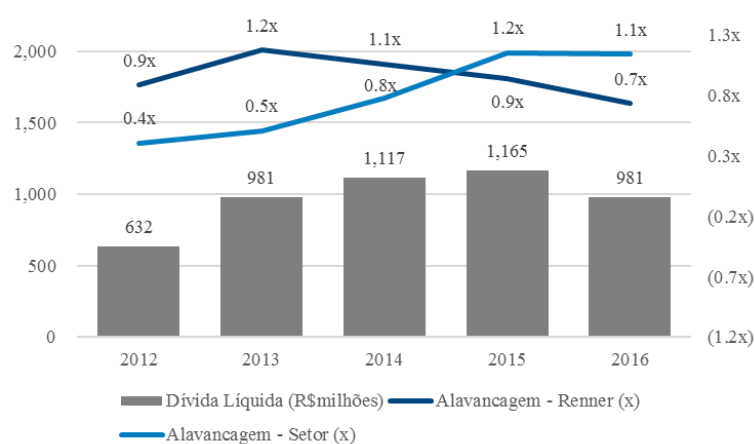


Fonte: Lojas Renner (2017).

4.3.4 Endividamento Líquido e Alavancagem

Em relação ao endividamento líquido (dívida bruta menos saldo em caixa e equivalentes), parâmetro muito analisado no mercado financeiro, pois demonstra a saúde financeira das companhias, a Lojas Renner tem se destacado positivamente devido a sua baixa alavancagem, em torno 1,0x nos últimos anos, conforme figura 40, em detrimento dos demais competidores do setor que, em média, aumentaram sua posição de endividamento nos últimos anos, muito devido a aquisições e expansão de lojas pelo país, conforme comentado na seção anterior.

Figura 40 - Evolução do endividamento líquida da Lojas Renner.



Fonte: Lojas Renner (2017).

5 MODELAGEM FINANCEIRA

Após a avaliação do posicionamento estratégico da Lojas Renner e demonstração das principais características do setor de varejo de vestuário, é possível, então, desenvolver o plano de negócio da Companhia, levando-se em conta as particularidades de performance das suas operações.

Para isso, faz-se necessária a projeção dos seus principais demonstrativos financeiros – (i) Demonstrativo de Resultado do Exercício, (ii) Balanço Patrimonial e (iii) Demonstrativo dos Fluxos de Caixa – que fornecem todas as informações necessárias para uma análise completa do ativo. Além disso, é importante que a modelagem financeira seja solidificada por informações confiáveis e premissas consistentes para que as projeções resultantes do modelo reflitam a realidade da maneira mais precisa possível.

No decorrer dessa seção, serão expostos os históricos dos principais propulsores de crescimento da Companhia, assim como a análise de seus crescimentos nominais e reais, e a partir deles as projeções.

O autor desse trabalho realizou a modelagem nominal, pois simplifica, de maneira geral, as premissas de crescimento da Companhia, além disso, a modelagem será executada em termos anuais, pois o setor de varejo não apresenta muita sazonalidade no decorrer do ano, ou ajustes de receita/custos mensais.

5.1 Principais Premissas de Modelagem

5.1.1 Receitas Operacionais

Em relação às projeções de receita operacional da Lojas Renner, é importante manter a segmentação entre as operações de varejo, com as lojas das marcas Renner, Camicado e YouCom, e produtos financeiros, ainda com tamanho pequeno, mas com crescimento importante dentro da Companhia.

5.1.1.1 Operação de Varejo

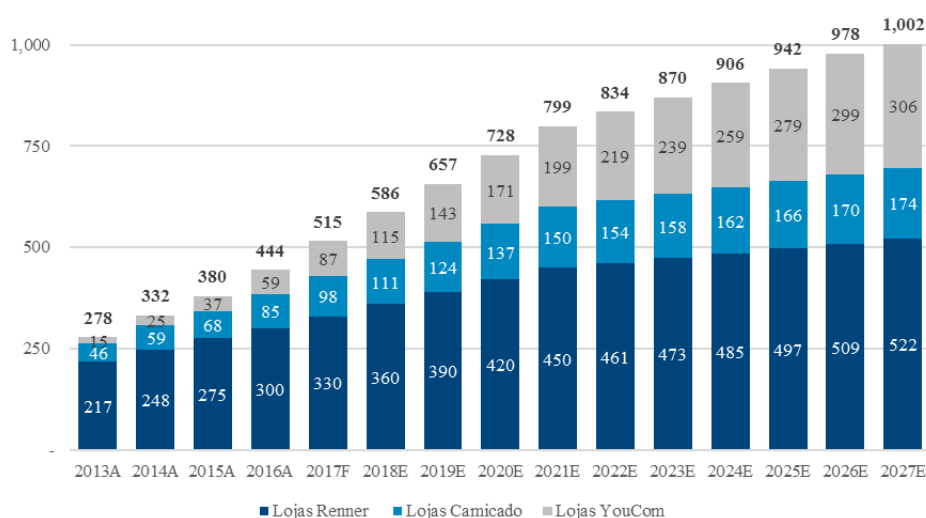
Na operação de varejo dois são os principais propulsores de crescimento das marcas, são elas: (i) área total de vendas, e (ii) receita por metro quadrado de vendas - ambas informações disponibilizadas pelo time de relações com investidores da Companhia. Em

relação às áreas totais de vendas, um importante fator é a abertura de novas lojas nas diversas marcas de atuação, conforme expectativas disponibilizadas na apresentação institucional em junho de 2017 pela Companhia.

Conforme figura 41, é possível notar que, segundo a Companhia, a expectativa de abertura de lojas das marcas Renner e Camicado é de 450 e 150 lojas até 2021, respectivamente, e para a marca YouCom ainda em fase de maturação é esperado um número de 300 lojas até 2026, e a partir disso, fora projetado um crescimento igual ao crescimento projetado para o PIB do país.

Em relação as premissas utilizadas, o autor do trabalho utilizou premissas da Lojas Renner por serem premissas inerentes a própria Companhia, que realiza anualmente orçamento para acompanhar o crescimento projetado e a partir disso guia seus movimentos e gestão de investimentos e expansão.

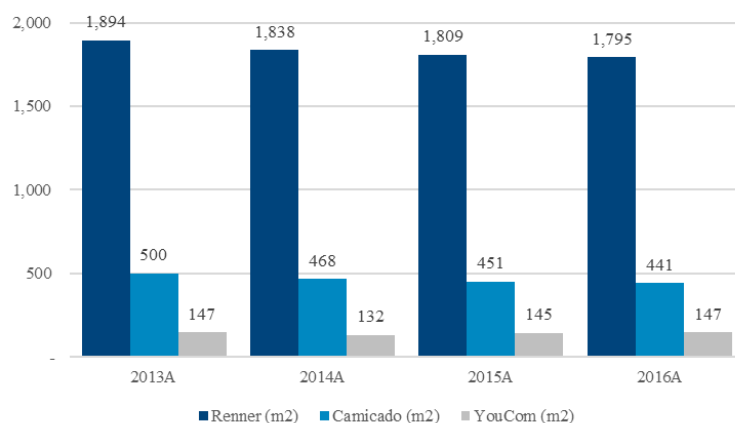
Figura 41 - Evolução do número de lojas da Companhia.



Fonte: elaborado pelo autor.

A partir de valores históricos, disponibilizados pela Companhia, é possível se obter as áreas médias por loja aberta em cada marca, conforme figura 42. Além disso, é possível notar, ainda na figura 42, um movimento de diminuição de área média por loja nas marcas já maduras da Companhia, para fins de modelagem fora adotado o último ano histórico como parâmetro para as projeções das três marcas.

Figura 42 - Evolução da área média por loja aberta.



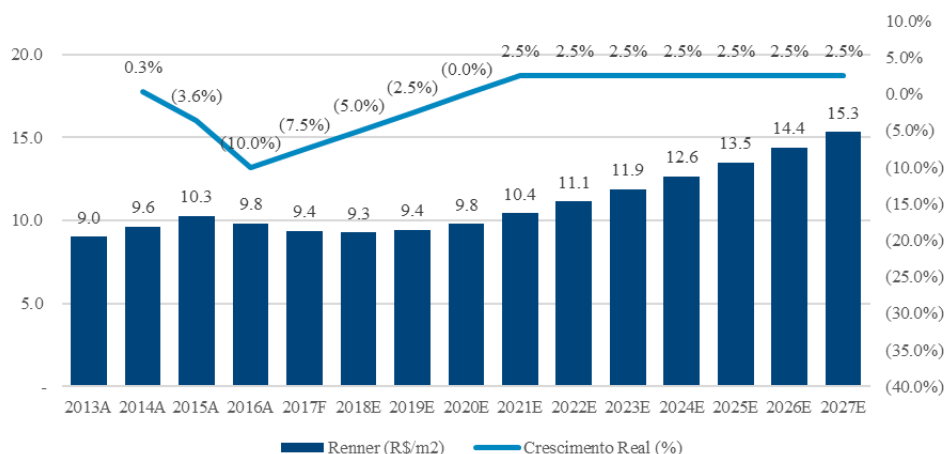
Fonte: Lojas Renner (2017).

No que tange as receitas médias por metro quadrado de vendas, algumas considerações podem ser feitas com o objetivo de obtermos projeções condizentes com as expectativas de crescimento da Companhia. Para cada marca fora analisado não apenas a evolução da receita, mas o crescimento real obtido em cada ano, ou seja, foram desconsiderados os efeitos da inflação.

- Renner

- É possível observar uma queda real entre os anos de 2014 e 2016, fator este que pode ser parcialmente explicado pela abertura de novas lojas nesse período, em média de 28 nesse período e também pelo momento de incertezas políticas e econômicas vividas no país;
- Para efeitos de modelagem, assim como feito para o crescimento de lojas da marca, fora considerado uma recuperação gradual até o ano de 2021 e em seguida um crescimento real igual ao crescimento do PIB, consenso no mercado financeiro e disponibilizado pelo Banco Central do Brasil, para os anos subsequentes, conforme figura 43.

Figura 43 - Evolução da receita por metro quadrado Renner.

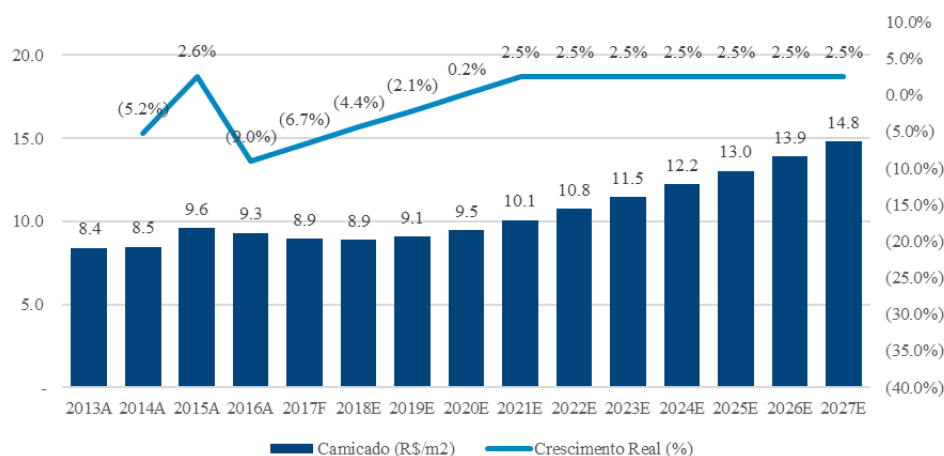


Fonte: elaborado pelo autor.

- Camicado

- Em relação a Camicado é possível observar queda real nos anos de 2014 e 2016, e assim como Renner, a abertura de novas lojas pode explicar parcialmente essa queda, com 13 e 17 lojas abertas, respectivamente;
- Para efeitos de modelagem, assim como feito com Renner, fora considerado uma recuperação gradual até o ano de 2021 e em seguida um crescimento real igual ao crescimento do PIB, projetado pelo Banco Central do Brasil, para os períodos subsequentes, conforme figura 44.

Figura 44 - Evolução da receita por metro quadrado Camicado.

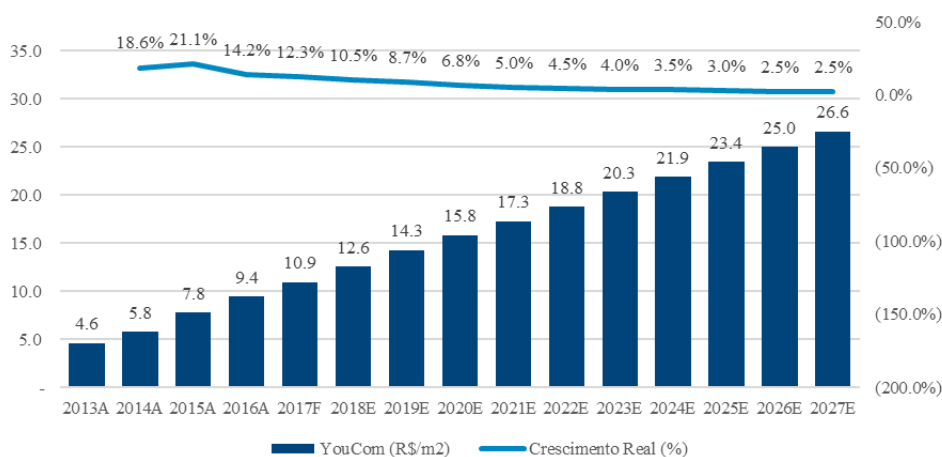


Fonte: elaborado pelo autor.

- YouCom

- Em relação a YouCom é possível notar um alto crescimento real entre os anos de 2014 e 2016, que pode ser explicado pela maturação das lojas abertas desde o lançamento da marca no ano de 2013;
- Para efeitos de modelagem, diferente do feito com Renner e Camicado, fora considerado uma normalização do crescimento até o ano de 2026, com um crescimento real igual ao PIB, seguindo a abertura de lojas da marca, conforme figura 45.

Figura 45 - Evolução da receita por metro quadrado Youcom.



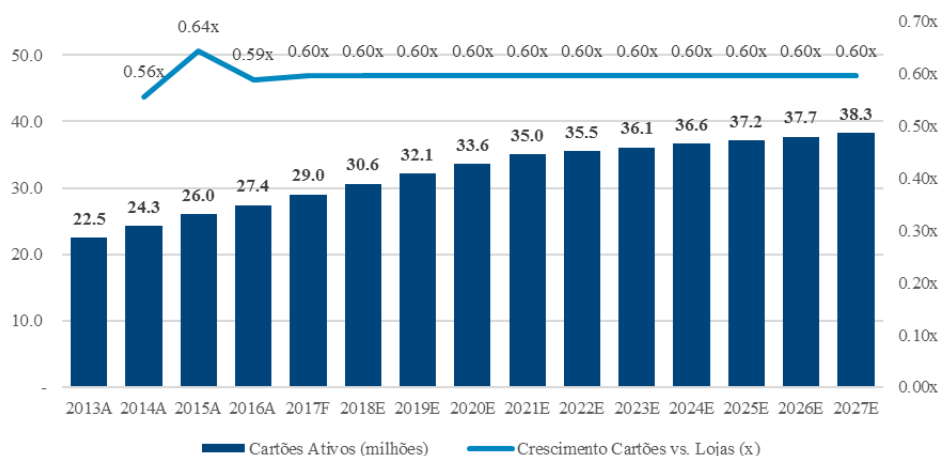
Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.1.2 Produtos Financeiros

Nos produtos e serviços financeiros, assim como no varejo, dois são os principais propulsores de crescimento do segmento, são elas: (i) número de cartões Renner ativos, e (ii) receita média por cartão ativo - ambas informações disponibilizadas pelo time de relações com investidores da Companhia.

Em relação aos cartões Renner ativos, fez-se uma análise comparativa da emissão de novos cartões versus abertura de lojas Renner, conforme figura 46, e a partir disso, foram projetadas as emissões de novos cartões Renner considerando um múltiplo de 0,60x o crescimento de lojas Renner, ou seja, para cada 100% de crescimento do número de lojas, o número de cartões cresce 60%.

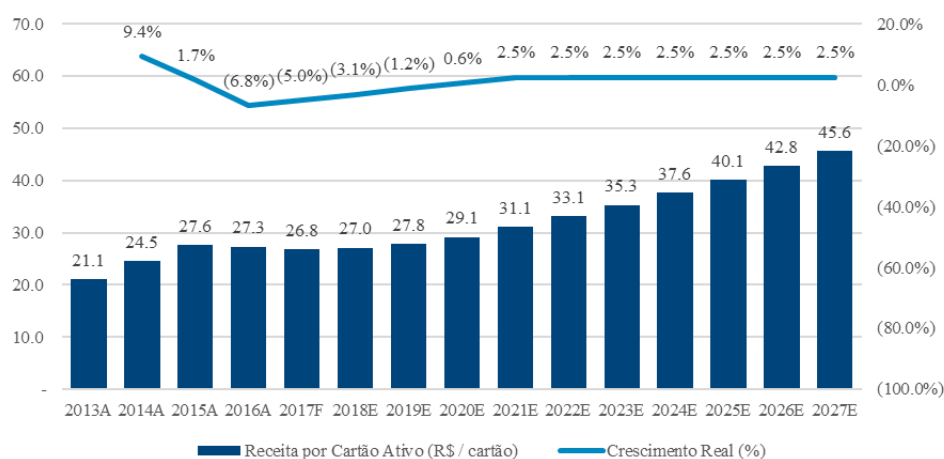
Figura 46 - Evolução do número de cartões Renner ativos.



Fonte: elaborado pelo autor.

Quanto à receita por cartão ativo, fora usada a receita líquida de produtos financeiros dividida pela média de cartões ativos do período, e a partir do crescimento real histórico fora projetada uma evolução até a estabilidade em 2021, com crescimento real constante igual ao crescimento projetado para o PIB.

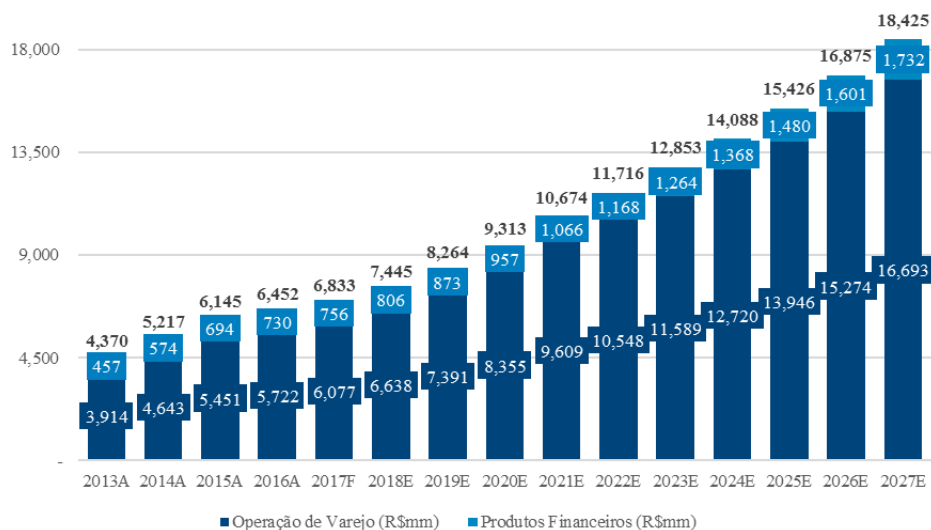
Figura 47 - Evolução da receita por cartão Renner ativo.



Fonte: elaborado pelo autor.

A partir das premissas expostas, é possível a obtenção da receita líquida da Lojas Renner, conforme figura 48, segmentada nas operações de varejo e produtos financeiros. Ainda a partir da figura 48, é possível notar a relevância ainda pequena do segmento financeiro, e também o tamanho cada vez mais significativo que ela tem tomado nos últimos anos e principalmente para os próximos, segundo a Companhia.

Figura 48 - Evolução da receita líquida da Lojas Renner.



Fonte: elaborado pelo autor.

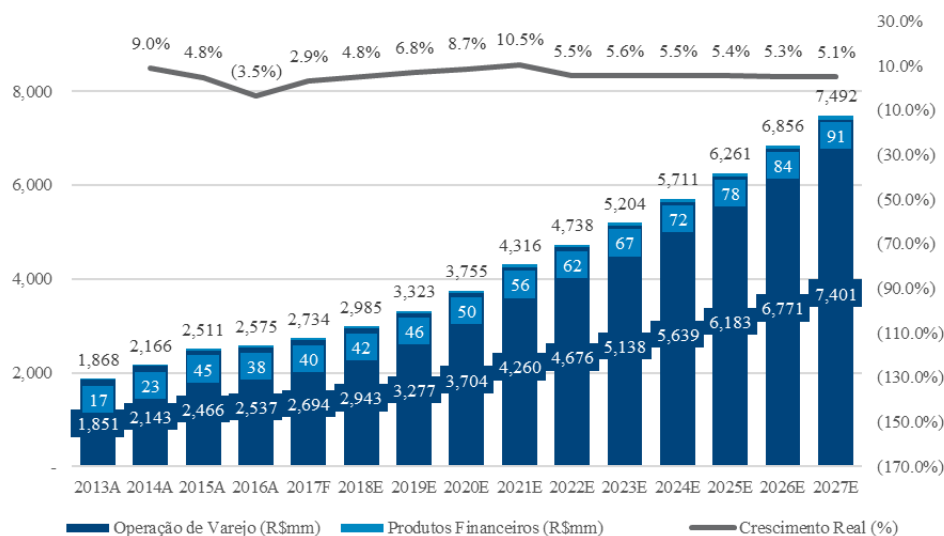
5.1.2 Custos e Despesas operacionais

5.1.2.1 Custos Operacionais

Em todos os materiais disponibilizados pela Companhia, existe a clara segmentação dos custos operacionais, assim como feito no histórico de receita operacional - custos de varejo e custos dos produtos financeiros, portanto, para as projeções o autor desse trabalho decidiu também seguir a quebra gerencial da Companhia.

Em ambas projeções foram analisados os crescimentos reais históricos, e até o ano de 2021 fora projetado um ganho de eficiência operacional, com crescimento real igual ao crescimento projetado para as receitas de varejo e dos produtos financeiros, respectivamente de 2022 em diante, ano a partir do qual a Companhia possui crescimento operacional estável, conforme figura 49.

Figura 49 - Evolução dos custos operacionais da Lojas Renner.

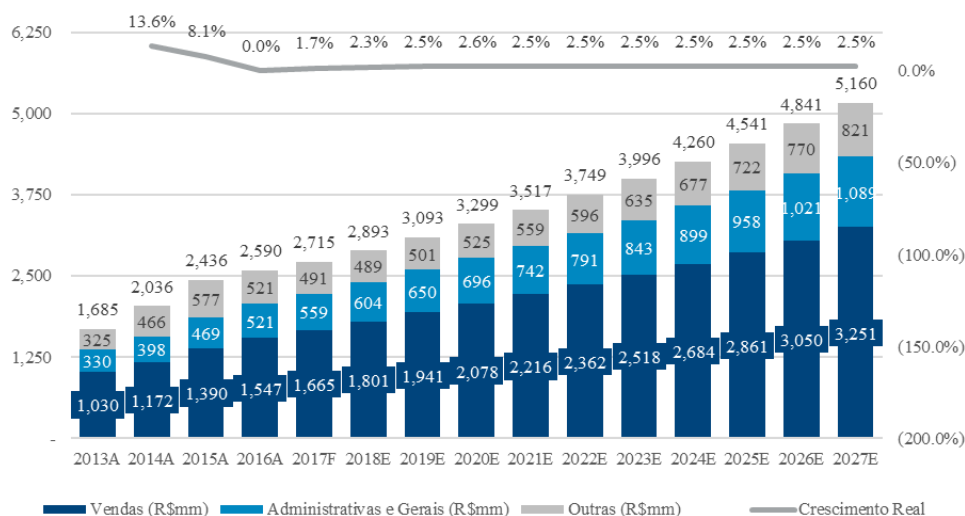


Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.2.2 Despesas Operacionais

Em relação às despesas operacionais, conforme figura 50, as projeções foram segmentadas em basicamente três grupos: (i) vendas, (ii) administrativas e gerais, e (iii) outras. A partir do crescimento real histórico, fora projetado um crescimento real das despesas operacionais nos primeiros anos, devido ao aumento significativo no tamanho da Companhia nesse período, seja em número de lojas abertas ou cartões Renner ativos, de 2021 em diante fora projetado um crescimento real igual ao crescimento projetado para o PIB, conforme figura 50.

Figura 50 - Evolução das despesas operacionais da Lojas Renner.



Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.3 Capital de Giro

Em relação ao capital de giro da Companhia, ou seja, ativos e passivos circulantes exceto contas de caixa e endividamento, fora tomado como premissa a média histórica de dias de receita bruta para as contas de ativo e dias de custos e despesas para contas de passivo, conforme tabela 7.

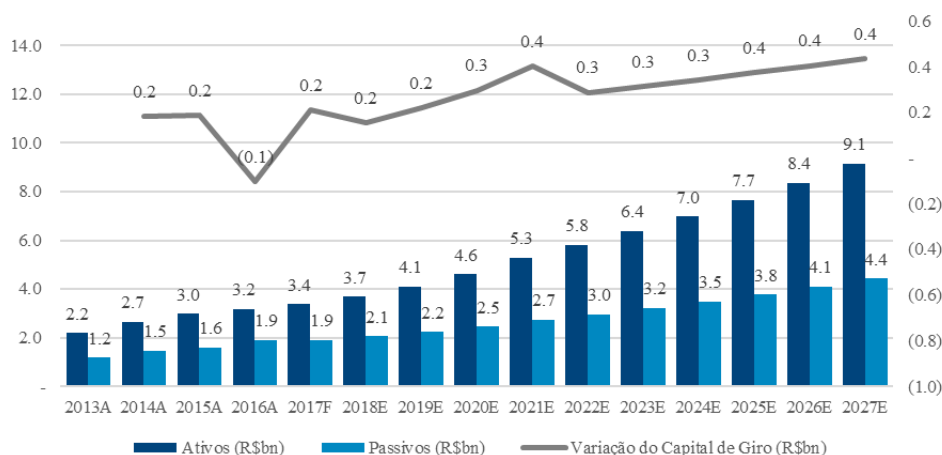
Tabela 7 - Premissas de Capital de Giro.

Conta (Ativos)	Dias de Receita	Conta (Passivos)	Dias de Custos e Despesas
Contas a Receber de Clientes	97,4	Fornecedores	45,8
Estoques	31,5	Impostos e Contribuições a Recolher	26,8
Impostos a Recuperar	4,6	Salários e Encargos Sociais	13,1
Instrumentos Financeiros Derivativos	1,6	Aluguéis a Pagar	3,8
Outras Contas a Receber	2,7	Obrigações Estatutárias	10,9
Despesas Antecipadas	0,2	Provisão para Riscos Cíveis e Trabalhistas	2,2
		Obrigações com Administradoras de Cartões	18,6
		Instrumentos Financeiros Derivativos	1,6
		Outras Obrigações	5,1

Fonte: elaborado pelo autor.

A partir das premissas de capital de giro, expostas na tabela 7, foram projetadas as contas de ativos e passivos com a evolução da receita bruta, custos e despesas abordados no início dessa seção. A partir da figura 51, é possível observar as projeções do capital de giro, tanto ativos quanto passivos e também sua variação anual, posteriormente tratado no fluxo de caixa livre da Companhia.

Figura 51 - Evolução do capital de giro da Lojas Renner.



Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.4 CAPEX (Capital Expenditure - Investimento)

Quanto ao CAPEX, a Lojas Renner a segmenta em 2 grandes grupos, comumente utilizado pelas companhias de capital aberto em suas demonstrações financeiras: CAPEX de expansão e CAPEX de manutenção – abordado em maiores detalhes no decorrer desta seção.

5.1.4.1 CAPEX de Expansão

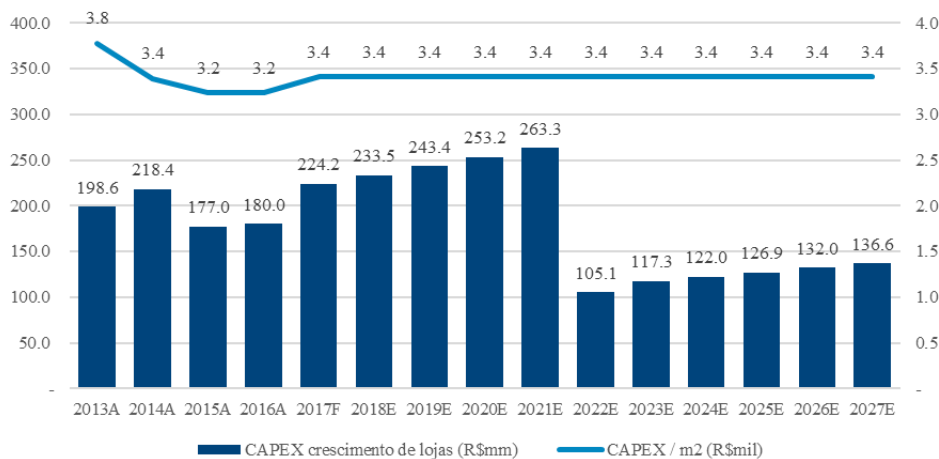
Dentro do CAPEX de expansão, a Companhia utiliza uma granulidade um ainda maior, segmentando em: (i) crescimento de lojas, (ii) remodelagem das lojas, (iii) intangível, e (iv) centro de distribuição.

5.1.4.1.1 Crescimento de Lojas

CAPEX de crescimento de lojas, representa o investimento necessário para a abertura das lojas, incluindo as três marcas: Renner, Camicado e Youcom. Para as projeções, em termos

reais, fora utilizada a média dos últimos quatro anos da razão entre o investimento e a metragem quadrada de lojas abertas no período. Para as projeções nominais, tais valores reais foram inflacionados até o período em questão, conforme figura 52.

Figura 52 - Evolução do CAPEX de abertura de lojas.



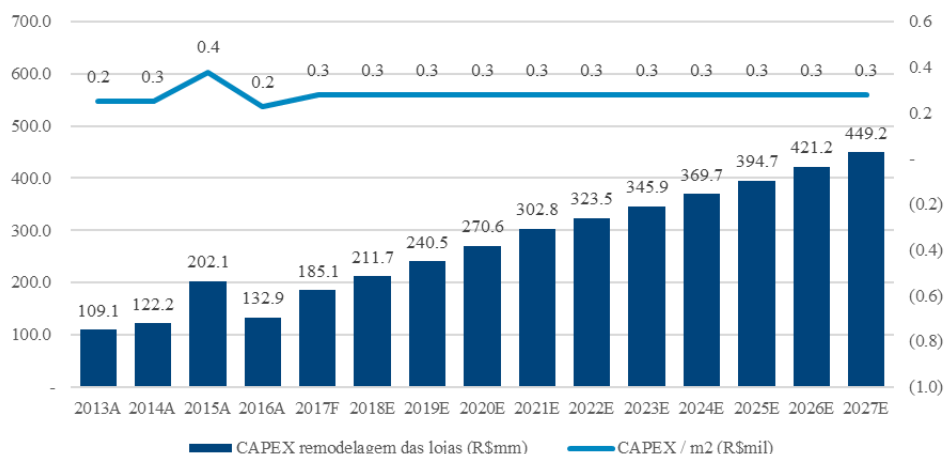
Fonte: elaborado pelo autor.

Ainda sobre a figura 52, é possível observar a queda do volume de investimentos por parte da Lojas Renner a partir de 2021, ano em que a Companhia alcança estabilidade de crescimento nas marcas Renner e Camicado, como abordado anteriormente.

5.1.4.1.2 Remodelagem das Lojas

CAPEX de remodelagem das lojas, representa o investimento feito em alterações de layout e remodelagem das lojas realizadas frequentemente nas três marcas da Companhia. Para as projeções, reais, de forma análoga ao CAPEX de crescimento de lojas, fora utilizada a média dos últimos quatro anos da razão entre o investimento e a metragem quadrada de lojas média no período, conforme figura 53.

Figura 53 - Evolução do CAPEX de remodelagem das lojas.

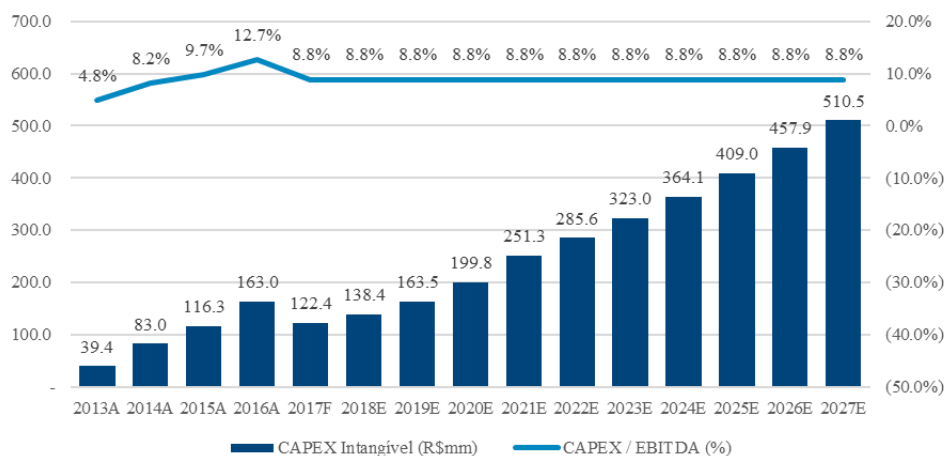


Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.4.1.3 Intangível

CAPEX intangível representa o investimento feito em ativos que não possuem existência física, como software e direitos autorais adquiridos. Para as projeções, fora utilizada a média dos últimos quatro anos da razão entre o investimento e o EBITDA gerado pela Companhia, conforme figura 54.

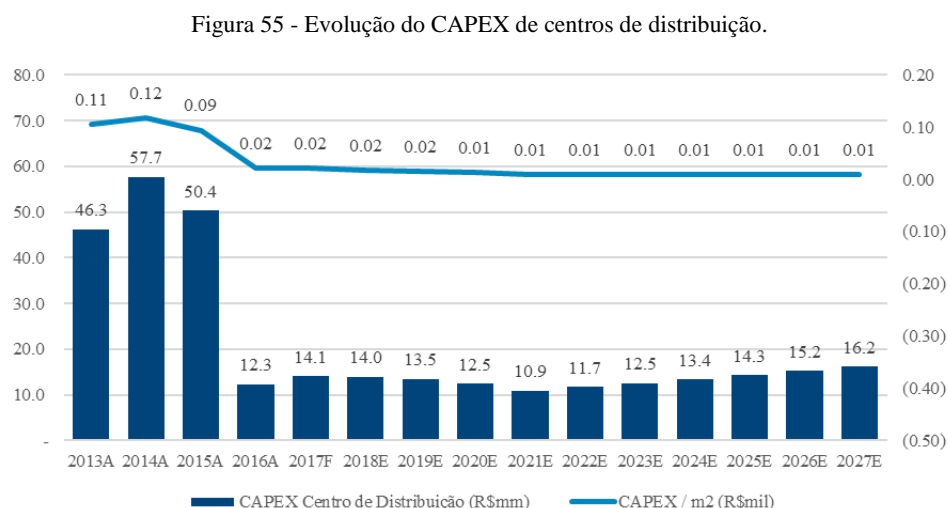
Figura 54 - Evolução do CAPEX intangível.



Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.4.1.4 Centro de Distribuição

CAPEX de centro de distribuição representa o investimento dedicado aos cinco centros de distribuição da Lojas Renner, distribuídos entre as três marcas. Para as projeções, fora utilizada o último ano da razão entre o investimento e a metragem de lojas anual da Companhia, conforme figura 55.



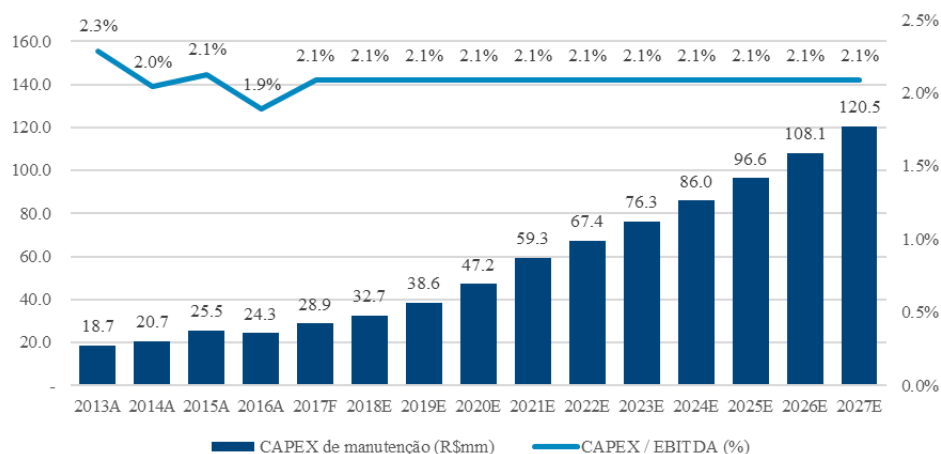
Fonte: elaborado pelo autor.

Ainda conforme figura 55, é possível observar a tendência da Companhia em realizar menores investimentos em centros de distribuição, considerando a capacidade dos centros de distribuição que, segundo a Companhia, deverá suportar tal crescimento até 2021, ano em que a Companhia alcança estabilidade de expansão de lojas.

5.1.4.2 CAPEX de Manutenção

CAPEX de manutenção representa o investimento feito para manter os ativos imobilizados e intangíveis que depreciam com passar do tempo. Para as projeções, fora utilizada a média dos últimos quatro anos da razão entre o investimento e o EBITDA gerado pela Companhia, conforme figura 56.

Figura 56 - Evolução do CAPEX de manutenção.

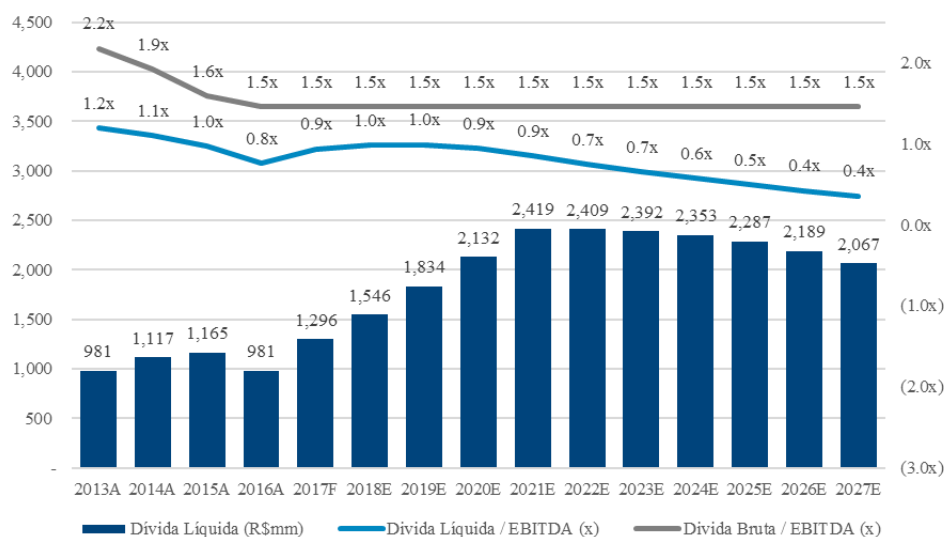


Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.5 Endividamento

Seguindo a estratégia da Companhia em manter alavancagem em níveis saudáveis para o setor, ou seja, dívida líquida no máximo 1,0x a geração de caixa da Companhia (EBITDA), conforme abordado em seção anterior, o endividamento bruto da Lojas Renner fora projetado baseado no último ano disponibilizado pela Companhia, conforme figura 57.

Figura 57 - Evolução do endividamento da Lojas Renner.



Fonte: elaborado pelo autor.

Ainda conforme figura 57, a Companhia capta a um custo de 108% do CDI, conforme já discutido anteriormente, para manter seu nível de dívida bruta 1,5x sua geração de caixa

anual. Além disso, é possível observar um nível de endividamento líquido cada vez menor dado o saldo em caixa mantido na Companhia anualmente – com premissa de 30 dias de custos e despesas.

5.2 Avaliação da Companhia

A partir das premissas abordadas na seção anterior, e das projeções resultantes, é possível avaliar o valor teórico da Lojas Renner a partir do método de fluxo de caixa descontado para a firma, conforme tabela 8.

Tabela 8 - Fluxo de Caixa Descontado para a Firma.

	Unid.	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	[R\$'mm]	1,276	1,498	1,841	2,347	2,666	3,013	3,395	3,812	4,268	4,756
% Alíquota efetiva	[%]	(32.7%)	(32.9%)	(33.1%)	(33.3%)	(33.4%)	(33.4%)	(33.5%)	(33.6%)	(33.6%)	(34.0%)
NOPAT	[R\$'mm]	859	1,006	1,232	1,566	1,777	2,006	2,258	2,533	2,834	3,139
(+) D&A	[R\$'mm]	290	350	418	495	564	639	722	812	910	1,017
(-) Capex	[R\$'mm]	(630)	(699)	(783)	(888)	(793)	(875)	(955)	(1,041)	(1,135)	(1,233)
(+/-) Variação de Capital de Giro	[R\$'mm]	(153)	(219)	(297)	(403)	(288)	(314)	(343)	(373)	(405)	(434)
FCFF	[R\$'mm]	365	438	570	771	1,259	1,456	1,682	1,931	2,204	2,488
Período	[Ano]	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5
Fator de Desconto	[x]	0.95	0.84	0.75	0.67	0.60	0.54	0.48	0.43	0.38	0.34
FCFF a Valor Presente	[R\$'mm]	345	370	430	519	757	782	807	828	844	851

Fonte: elaborado pelo autor.

Descontando o fluxo, a partir do WACC calculado na seção 2.2 desse trabalho é possível calcular o valor presente do fluxo em um horizonte de 10 anos, a para se calcular o valor da Companhia por inteiro, calcula-se também a parcela de perpetuidade, conforme discutido na seção 2.2.

Em relação ao horizonte de projeção de 10 anos, é importante salientar que nas projeções realizadas no mercado financeiro, tem-se por objetivo a captura do crescimento das Companhias em questão, e quando se alcança constância no crescimento, a Companhia passa para o regime de perpetuidade – crescimento constante, conforme abordado anteriormente.

O resumo da avaliação da Lojas Renner pode ser visto a partir da tabela 9.

Tabela 9 - Resumo da avaliação da Lojas Renner.

RESUMO	Unid.	
VP do Fluxo de Caixa	[R\$'mm]	6,533
Crescimento Perpetuidade ("g")	[%]	6.6%
Valor da Perpetuidade	[R\$'mm]	18,402
Valor da Firma	[R\$'mm]	24,935
(-) Dívida Líquida	[R\$'mm]	(1,296)
Valor das Ações	[R\$'mm]	23,639
Número de Ações		709.646
Preço por Ação	[R\$]	33.31
Múltiplos Implícitos		
VF / LAJIDA 17E	[x]	17.5x
VF / LAJIDA 18E	[x]	15.5x
VA / LL 17E	[x]	33.8x
VA / LL 18E	[x]	30.2x

Fonte: Lojas Renner e autor (2017).

Ainda a partir da tabela 9, é possível verificar o preço por ação aferido na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, de R\$33,31. Vale salientar que a avaliação foi elaborada com base em 30 de junho de 2016, ou seja, tal preço será comparado com a cotação da ação do final do mês de junho – período de divulgação dos resultados do segundo trimestre das Companhias listadas na B3.

Em relação aos múltiplos implícitos, também desatacados na tabela 9, é possível observar 17,5x e 33,8x para VF/LAJIDA 17E¹⁰ e VA/LL 17E¹¹, respectivamente, que se comparados com os múltiplos do setor, conforme seção 2.2, podem parecer altos, mas que conforme figura 58, representa valores próximos a realidade da Companhia, que possui 14,0x e 26,5x para VF/LAJIDA 17E e VA/LL 17E, respectivamente.

No mercado financeiro, conforme abordado anteriormente, é comum análises de avaliação em diferentes métodos, para se chegar em um valor médio que possa representar o real valor da Companhia. Na elaboração desse trabalho, foram feitos levantamentos, além do valor teórico tratado acima, de outras duas metodologias de avaliação: (i) competidores do setor de varejo de vestuário listados em bolsa e (ii) transações precedentes do setor.

A figura 58, é possível verificar os principais competidores da Lojas Renner no setor de varejo de vestuário no país, assim como os múltiplos implícitos de negociação.

¹⁰ O múltiplo VF/LAJIDA 17E representa o valor da firma dividido pelo valor de LAJIDA esperado para a Companhia no ano de 2017

¹¹ O múltiplo VA/LL 17E representa o valor das ações da Companhia dividido pelo valor do lucro líquido esperado para o ano de 2017

Figura 58 - Companhias atuantes no setor de Varejo de Vestuário.

Companhias Comparáveis - Varejo de Vestuário									
	Pais	Preço/Ação 30-Jun-17	Valor das Ações	Dívida Líquida	Valor da Firma	VF / LAJIDA		VA / LL	
						2017E	2018E	2017E	2018E
Marisa	Brasil	5,13	1.047	527	1.574	3,4x	3,9x	9,4x	16,8x
Arezzo	Brasil	32,71	2.936	(199)	2.737	13,3x	11,3x	20,7x	17,4x
Restoque	Brasil	33,70	1.573	732	2.305	7,3x	6,5x	54,2x	18,5x
Riachuelo	Brasil	94,66	2.953	766	3.720	4,3x	3,7x	7,6x	6,0x
Hering	Brasil	19,75	3.185	(184)	3.001	11,9x	10,1x	13,5x	12,3x
Lojas Renner	Brasil	27,38	19.522	1.178	20.700	14,0x	11,8x	26,5x	21,5x
Média (ex. Lojas Renner)						8,0x	7,1x	21,1x	14,2x
Mediana (ex. Lojas Renner)						7,3x	6,5x	13,5x	16,8x

Fonte: Bloomberg (2017).

Sobre as companhias comparáveis, é possível verificar os múltiplos implícitos de 8,0x para FV/LAJIDA 17E e 21,1x para VA/LL 17E – com base em 30 de junho de 2017, e que serão usados posteriormente na avaliação da Lojas Renner.

Em relação às transações precedentes no setor de varejo de vestuário, foi possível verificar, conforme tabela 10, que ocorreram um total de 12 transações nos últimos cinco anos no país dentro do setor de varejo de vestuário, entretanto poucas dessas aquisições envolveram companhias de capital aberto, portanto boa parte das informações financeiras das transações não se tornaram públicas, porém a partir de quatro delas, conseguimos verificar que em média é pago um múltiplo FV/LAJIDA UDM (últimos 12 meses) implícito de 10,2x nas transações do setor.

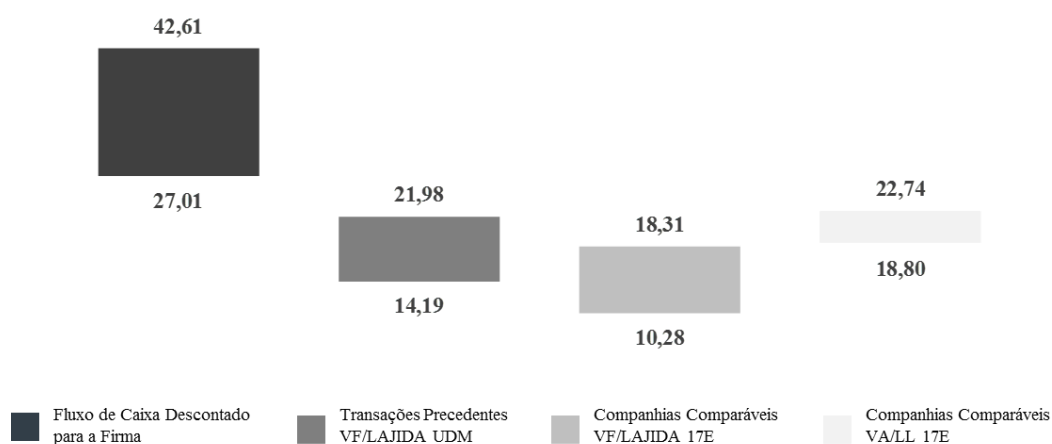
Tabela 10 - Transações precedentes do setor de varejo de vestuário – últimos cinco anos.

#	Data	Companhia-alvo	Comprador	Valor da Transação (R\$mm)	Múltiplo VF/LAJIDA UDM
1	jun-17	Alpargatas	Itaúsa, Brasil Warrant Administração de Bens e Empresas e Cambuhy Investimentos	3.500,0	8,8x
2	nov-16	Usaflex Indústria & Comércio	The Axxon Group Private Equity Assessoria, WSC Participações Societárias	-	-
3	jul-16	Cia Hering	Gávea Investimentos e HCM Participações Brasil	-	-
4	fev-16	Quality Malhas	Sulfabril	-	-
5	dez-15	Alpargatas	J&F Participações	499,5	8,1x
6	dez-15	Reebok Produtos Esportivos Brasil	Adidas International Trading	-	-
7	nov-15	Alpargatas	J&F Participações	2.667,3	13,8x
8	nov-15	BRS Comércio e Indústria de Material Esportivo	CCVL Participações	48,7	-
9	out-14	Dudalina	Restoque Comércio e Confeções de Roupas	1.328,0	10,2x
10	out-14	Terras de Aventura Indústria de Artigos Esportivos	Alpargatas	159,1	-
11	jun-14	Filó SA (Brazil)	Rosset & Companhia	-	-
12	dez-13	Dudalina	Advent International Corp. e Warburg Pincus	650,0	-
Média					10,2x

Fonte: Bloomberg (2017).

A partir disso, fora feita um comparativo da avaliação da Lojas Renner por três métodos, o primeiro sendo o método do fluxo de caixa descontado, o segundo com base nas transações precedentes do setor, e o terceiro método baseado nos múltiplos de negociação dos competidores do setor, tanto FV/LAJIDA quando VA/LL.

Figura 59 - Análise de Football Field – comparativo dos métodos de avaliação da Lojas Renner.



Fonte: Bloomberg e autor (2017).

Conforme figura 59, foram feitos três intervalos de valor da ação da Lojas Renner:

- **Fluxo de Caixa Descontado para a Firma:** os valores compreendem o intervalo de valor da ação variando a taxa de desconto $\pm 1,0\%$, mantendo fixo o crescimento da perpetuidade;
- **Transações Precedentes (VF/LAJIDA UDM):** os valores compreendem o intervalo de valor da ação variando o múltiplo médio dos competidores de 10,2x em $\pm 2,0x$, ou seja, fora considerado o intervalo de 8,2x a 12,2x para o VF/LAJIDA UDM;
- **Companhias comparáveis (VF/LAJIDA 17E):** os valores compreendem o intervalo de valor da ação variando o múltiplo médio dos competidores de 8,0x em $\pm 2,0x$, ou seja, fora considerado o intervalo de 6,0x a 10,0x para o VF/LAJIDA 17E;
- **Companhias Comparáveis (VA/LL 17E):** os valores compreendem o intervalo de valor da ação variando o múltiplo médio dos competidores de 21,1x em $\pm 2,0x$, ou seja, fora considerado o intervalo de 19,1x a 23,1x para o VA/LL 17E;

Ainda em relação a figura 59, é possível notar que o método de avaliação baseado nos fluxos de caixa da Companhia, nos dão um intervalo de valor da ação consideravelmente maior, se comparado com os demais métodos, isso se deve principalmente pelo método ter a capacidade de captar as particularidades da Lojas Renner. Como exemplo pode-se citar a capacidade de captar o crescimento acelerado da marca Youcom e do segmento de produtos financeiros.

Olhando da perspectiva do preço de mercado da ação LREN3, é possível a elaboração da análise de preço-alvo dos principais analistas do mercado financeiro que fazem a cobertura do papel na bolsa de valores brasileira, conforme tabela 11.

Tabela 11 - Análise de preço-alvo da LREN3 dos analistas do mercado financeiro.

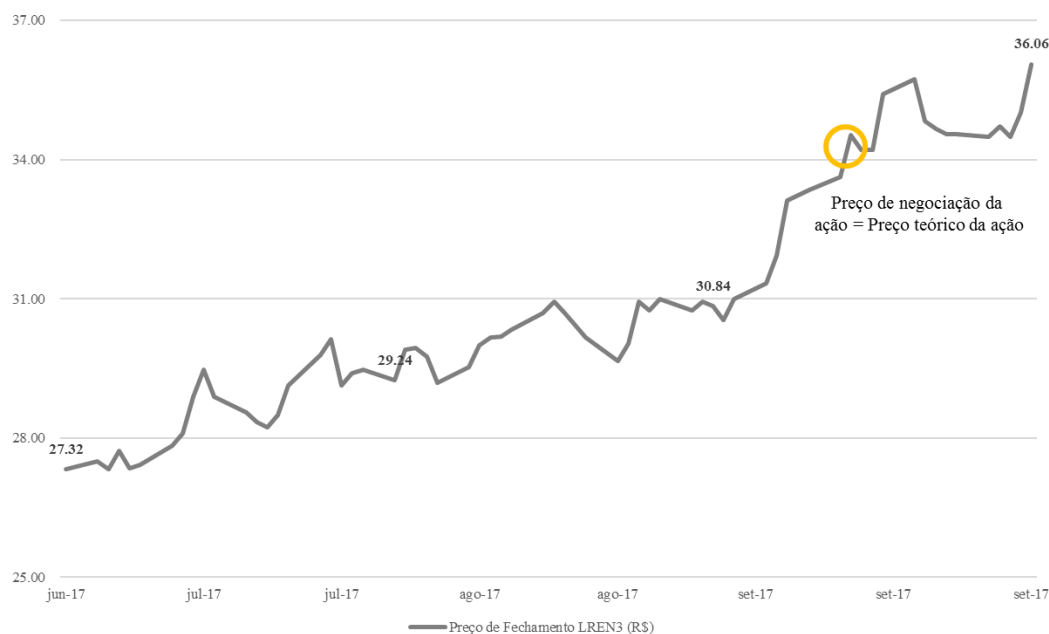
Banco	Data	Recomendação	Preço Alvo (R\$)
BTG Pactual	09-ago-17	Compra	27,00
Bradesco BBI	03-ago-17	Neutro	33,00
Goldman Sachs	31-jul-17	Compra	31,40
Credit Suisse	26-jul-17	Compra	28,18
Banco Safra	25-jul-17	Compra	26,80
Banco Plural	25-jul-17	Neutro	27,27
JP Morgan	24-jul-17	Compra	34,00
Média			29,66

Fonte: Bloomberg (2017).

A partir da tabela 11, é possível verificar que para cinco dos sete bancos analisados a Lojas Renner está negociando a preço abaixo do justo calculado neste trabalho, considerando que todos eles recomendam a compra da ação por parte dos investidores.

Ainda considerando o preço de negociação da ação da Companhia, é possível comparar o valor teórico da ação com a evolução de cotação do papel na bolsa de valores, partindo da data de divulgação dos resultados e elaboração do modelo financeiro para esse trabalho.

Figura 60 - Evolução do preço de negociação da LREN3.



Fonte: Bloomberg (2017).

A partir da figura 60, é possível verificar o crescimento do preço de negociação da Lojas Renner, baseado principalmente pelos bons resultados apresentados em 2017 e principalmente

pelo crescimento da expectativa de recuperação da economia do país. Também em relação a figura 60, pode-se notar que o preço de negociação da ação alcançou o preço teórico no início do mês de setembro, mais precisamente no dia oito, em que a ação teve preço de fechamento igual a R\$33,34.

5.3 Análise de Sensibilidade

Levando em conta o nível de incerteza nas projeções de resultado da Companhia, considerando a abertura de lojas e o crescimento de vendas das três marcas, o crescimento do resultado do segmento de produtos financeiros, faz-se necessário uma análise de sensibilidade do preço da ação, em que é possível medir os impactos de premissas no preço teórico final da Companhia.

Outro ponto que pode gerar bastante incerteza em relação ao valor teórico da ação da Lojas Renner, é a taxa de desconto utilizada na avaliação, assim como as premissas utilizadas em tal análise.

Por essas razões expostas, fora elaborado uma análise de sensibilidade apresentada na figura 61, em que o preço teórico da ação é obtido variando-se o WACC e g.

Figura 61 - Análise de sensibilidade do valor teórico da ação LREN3.

	WACC (BRL, nominal)						
	13,5%	13,0%	12,5%	12,0%	11,5%	11,0%	10,5%
Crescimento na perpetuidade							
6,0%	23,03	25,17	27,66	30,57	34,04	38,23	43,38
6,2%	23,51	25,75	28,35	31,43	35,10	39,57	45,10
6,4%	24,02	26,36	29,09	32,34	36,24	41,02	47,00
6,6%	24,56	27,01	29,89	33,32	37,47	42,61	49,09
6,8%	25,13	27,70	30,73	34,37	38,82	44,34	51,41
7,0%	25,73	28,43	31,64	35,52	40,28	46,26	54,00
7,2%	26,38	29,22	32,62	36,75	41,87	48,38	56,91

Fonte: elaborado pelo autor.

Como observado na figura 61, o crescimento da perpetuidade foi variado em 0,6%, assim como a taxa de desconto, com variação de 1,5%, é possível então perceber que a ação da Lojas Renner possui valor entre R\$30,57 e R\$36,75 se considerada a taxa de desconto em 12,0% a.a. e com o crescimento na perpetuidade variando entre 6,0% e 7,2%.

6 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi o desenvolvimento de um modelo financeiro que fornecesse, a partir de embasamento teórico, a estimativa do Valor Justo da Lojas Renner, de forma a comparar tal valor com o de mercado, ou seja, o valor enxergado pelos investidores para a ação da Companhia e também outros métodos de avaliação amplamente utilizados no mercado financeiro.

Para cumprir esse objetivo, foi preciso entender a dinâmica do setor de varejo de vestuário, de forma a embasar as premissas de evolução dos produtos e segmentos de atuação da Companhia. A análise do mercado de atuação da companhia foi objeto de análise do terceiro capítulo. Adicionalmente foi necessário a análise dos principais competidores da Lojas Renner dentro do setor, com maior profundidade na performance da ação de cada companhia e também aos principais indicadores financeiros.

Na sequência, realizou-se a análise e interpretação de: (i) o desempenho econômico e financeiro, (ii) particularidades operacionais, e (iii) estratégia de crescimento da Lojas Renner, que foi realizado no quarto capítulo utilizando as ferramentas proporcionadas pela contabilidade de empresas.

Em seguida, delinearam-se com base em: (i) entendimento do setor de varejo de vestuário, (ii) no desempenho financeiro histórico, e (iii) nas expectativas de crescimento da Companhia, as principais premissas de projeção e resultados obtidos. Além disso, a partir de tais projeções, foi possível obter estimativa do Valor Justo a ser pago em cada ação da Lojas Renner.

Através dessa metodologia, chegou-se, portanto, a estimativa de Valor Justo de R\$33,31 por ação. Ainda em relação a modelagem financeira, que se encontra em versão completa no *CD-ROM* em Anexo ao trabalho, o autor tentou representar de maneira fiel o processo de modelagem utilizado no mercado financeiro para companhias de capital aberto e, principalmente fechado.

Adicionalmente, fora elaborado comparativo entre diferentes métodos: (i) fluxo de caixa descontado, (ii) múltiplo implícito de transações passadas no setor, e (iii) múltiplo de negociação de companhias atuantes no setor de varejo de vestuário, em que é possível notar valores razoavelmente maiores no primeiro método, devido ao método do fluxo de caixa descontado ser capaz de capturar particularidades dentro da Companhia que os demais métodos não conseguem capturar.

Com base nas análises descritas, chegou-se à conclusão de que a Lojas Renner possui performance em suas operações acima dos seus competidores devido a sua complementariedade de negócio, considerando as operações de varejo e também de produtos financeiros que incentivam e facilitam o consumo dos seus clientes, além disso o fato de a Lojas Renner não possuir unidades operacionais e apenas fornecedores de seus produtos, auxilia no alcance de margens maiores e também em uma estrutura mais enxuta, e isso é comprovado pelo preço da ação e consequentemente pelo múltiplo implícito de negociação na B3, também acima de todas as companhias de capital aberto do setor de varejo de vestuário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AREZZO&CO. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://www.arezzoco.com.br/>>. Acesso em 30 jun. 2017.

Banco Central do Brasil. **Taxas de câmbio.** Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpesq.asp?id=txcotacao>>. Acesso em: 30 jun. 2017.

Banco Central do Brasil. **Sistema de Expectativas.** Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 30 jun. 2017.

BLOOMBERG. **Plataforma Bloomberg.** Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/>>. Acesso em: 30 jun. 2017.

BTG PACTUAL. **Lojas Renner: becoming a true fashion retailer.** São Paulo, 2015.

CARVALHO, J. M.; MARTINS, H. C. **Segmento varejista:** sazonalidade das vendas e resultados financeiros. *Brazilian Business Review*, vol. 8, núm. 3. Vitória, 2011. p. 66-87.

CIA.HERING. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://hering.riweb.com.br/>>. Acesso em 30 jun. 2017.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Measuring and Managing the Value of Companies.** 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 512 p.

DAMODARAN, Aswath. **Home.** Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acesso em: 30 jun. 2017.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation:** Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. New York: Wiley, 2012. 992 p.

GUARARAPES. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://ri.riachuelo.com.br>>. Acesso em 30 jun. 2017.

LOJAS MARISA. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://ri.marisa.com.br>>. Acesso em 30 jun. 2017.

LOJAS RENNER. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <<http://www.mzweb.com.br/renner>>. Acesso em 30 jun. 2017.

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial.** 15. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 529 p.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas:** da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

RESTOQUE. **Informações institucionais, setoriais e dados históricos.** Disponível em: <http://www.restoque.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em 30 jun. 2017.

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. **Investment Banking:** Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. 2nd ed. New York: Wiley, 2013. 449 p.

II. Balanço Patrimonial (BP)

Balanço Patrimonial		[unid.]	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total de Ativos		[R\$'mm]	4.516	5.319	5.864	6.475	6.823	7.467	8.332	9.502	11.117	12.422	13.840	15.386	17.069	18.902	20.877
Ativos Correntes		[R\$'mm]	3.001	3.496	3.721	4.085	4.110	4.429	4.960	5.781	7.018	8.110	9.308	10.636	12.105	13.730	15.488
Caixa e Equivalentes de Caixa		[R\$'mm]	802	834	738	895	720	736	861	1.161	1.723	2.298	2.932	3.648	4.453	5.359	6.348
Contas a Receber de Clientes		[R\$'mm]	1.572	1.909	2.120	2.209	2.393	2.607	2.894	3.261	3.738	4.102	4.501	4.933	5.402	5.909	6.452
Estoque		[R\$'mm]	507	612	623	782	774	843	936	1.055	1.209	1.327	1.455	1.595	1.747	1.911	2.086
Impostos a Recuperar		[R\$'mm]	68	68	88	136	112	122	135	152	175	192	210	231	253	276	302
Instrumentos Financeiros - Derivativos		[R\$'mm]	9	-	99	0	38	42	46	52	60	66	72	79	86	95	103
Outras Contas a Receber		[R\$'mm]	40	70	49	57	67	73	81	92	105	115	127	139	152	166	181
Despesas Antecipadas		[R\$'mm]	3	3	5	6	6	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ativos Não Correntes		[R\$'mm]	1.514	1.822	2.143	2.390	2.713	3.038	3.372	3.721	4.098	4.312	4.532	4.750	4.964	5.172	5.389
Depósitos Judiciais		[R\$'mm]	7	7	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Impostos a Recuperar		[R\$'mm]	32	40	59	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Instrumentos Financeiros - Derivativos		[R\$'mm]	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Contas a Receber		[R\$'mm]	5	7	9	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Impostos Diferidos		[R\$'mm]	85	96	98	157	141	125	110	94	78	63	47	31	16	-	-
Ativos Mantidos para Venda		[R\$'mm]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investimentos		[R\$'mm]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ativo Imobilizado		[R\$'mm]	1.063	1.304	1.544	1.645	1.916	2.184	2.449	2.712	2.972	3.060	3.145	3.217	3.276	3.321	3.349
Intangível		[R\$'mm]	322	368	422	500	569	641	725	827	960	1.102	1.253	1.414	1.584	1.764	1.952

Balanco Patrimonial		[unid.]	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total de Passivos e Patrimonio Líquido		[R\$'mm]	4.516	5.319	5.864	6.475	6.823	7.467	8.332	9.502	11.117	12.422	13.840	15.386	17.069	18.902	20.877
Passivos Correntes		[R\$'mm]	1.933	2.035	2.319	2.918	2.987	3.872	4.941	5.763	6.885	7.679	8.546	9.493	10.524	11.644	12.846
Empréstimos, Financiamentos e Debêntures		[R\$'mm]	736	556	707	996	469	469	469	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida Revolver		[R\$'mm]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Realização		[R\$'mm]	-	-	-	-	610	1.344	2.226	3.293	4.142	4.707	5.324	6.001	6.741	7.548	8.415
Fornecedores		[R\$'mm]	471	561	553	680	683	737	804	884	982	1.064	1.154	1.250	1.354	1.467	1.586
Impostos e Contribuições a Recolher		[R\$'mm]	255	303	343	405	400	432	471	518	575	623	676	732	793	859	929
Salários e Encargos Sociais		[R\$'mm]	102	159	175	179	196	211	230	253	281	304	330	358	388	420	454
Aluguéis a Pagar		[R\$'mm]	35	41	51	56	56	61	66	73	81	88	95	103	112	121	131
Obrigações Estatutárias		[R\$'mm]	103	124	148	157	163	176	192	211	235	254	276	299	324	350	379
Provisão para Riscos Cíveis e Trabalhistas		[R\$'mm]	17	24	30	34	33	36	39	43	48	52	56	61	66	72	77
Obrigações com Administradoras de Cartões		[R\$'mm]	114	197	241	292	278	300	327	360	399	433	469	508	551	596	645
Instrumentos Financeiros Derivativos		[R\$'mm]	1	1	3	58	23	25	27	30	33	36	39	42	46	50	54
Outras Obrigações		[R\$'mm]	98	67	69	62	75	81	89	98	109	118	127	138	150	162	175
Passivos Não Correntes		[R\$'mm]	1.090	1.429	1.234	921	979	510	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Empréstimos, Financiamentos e Debêntures		[R\$'mm]	1.047	1.395	1.196	880	938	469	-	0	0	0	0	0	0	0	0
Impostos e Contribuições a Recolher		[R\$'mm]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisão para Riscos Tributários		[R\$'mm]	32	26	35	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Debêntures com Empresas Ligadas		[R\$'mm]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras Obrigações		[R\$'mm]	10	7	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Patrimônio Líquido		[R\$'mm]	1.493	1.855	2.311	2.637	2.857	3.085	3.350	3.698	4.190	4.702	5.253	5.852	6.505	7.217	7.990
Capital Social		[R\$'mm]	725	770	1.200	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141	1.141
Ações em Tesouraria		[R\$'mm]	-	-	(6)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)
Reservas de Capital		[R\$'mm]	221	246	272	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298
Reservas de Lucros		[R\$'mm]	548	839	844	1.217	1.437	1.666	1.930	2.278	2.771	3.282	3.834	4.432	5.085	5.797	6.570

APÊNDICE B – CD-ROM

O CD-ROM contém a modelagem financeira por completo, com indicações de premissas consideradas e projeções até 2027.